

الفصل الأول :

الإطار المفاهيمي لمصادر

التمويل

مقدمة الفصل:

تعتمد المؤسسة في سياستها المالية على موردين ألى وهما التمويل عن طريق الموارد الذاتية والموارد الخارجية، ويتم المفاضلة بينهما انطلاقاً من متغيرين هامين: تكلفة كل منهما و طبيعة المشاكل المترتبة عنهما.

إن المؤسسة تلجأ إلى التمويل الخارجي سواء عن طريق المديونية أو الرفع من الأموال الخاصة عندما يكون التمويل الداخلي غير كافي، هذا الاختيار بين المصادر التمويلية الخارجية يعتبر من القرارات الإستراتيجية للمؤسسة، فتوفر فرصة استثمارية في السوق يتطلب من المؤسسة إيجاد المصادر التمويلية اللازمة لتمويلها، ويكون هذا الاختيار مرتبط بعامل الوقت والتكلفة، فرغم أن تكلفة الديون تعتبر منخفضة مقارنة بالتمويل عن طريق الرفع من رأس المال إلا أن الحصول عليها يتطلب وقت معتبر لدراسة طلب القرض خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مما قد يكون سبباً رئيسياً في تضييع الفرصة الاستثمارية، كذلك عملية التمويل عن طريق رفع رأس المال ليس متاح لكل أنواع المؤسسات لذلك على المؤسسة أخذ في الحسبان كل هذه المتغيرات لإيجاد التوليفة المثلى لعملية التمويل التي تسمح لها من تعظيم قيمتها السوقية.

من خلال الصعوبات التي قد تواجه المؤسسة في الحصول على الموارد المالية الخارجية، فإن السبيل الأمثل لديها هو التعظيم من قيمة مواردها الذاتية حتى تضمن هامش مريح من الاستقلالية فيما يخص قراراتها الاستثمارية. ويتسنى لها ذلك عن طريق تطبيق سياسة ناجعة للاهتلاكات التي تسمح من جهة من تجديد القدرة الإنتاجية للمؤسسة، وتعظيم قيمة الاقتصاد الضريبي الناجم عن خصمها من الوعاء الضريبي من جهة أخرى، إضافة إلى ذلك الرفع من مردودية نشاطها لكي تسمح من تعظيم قيمة النتيجة المحققة، هذه الأخيرة تسمح للمؤسسة من تغطية جزء معتبر من حاجياتها التمويلية، وفي الأخير تبني سياسة مثلى للمؤونات التي تسمح من تعزيز قيمة قدرة التمويل الذاتي.

المبحث الأول: مصادر التمويل الخارجية

تعتمد المؤسسة على جملة من مصادر التمويل يتم الاختيار بينها عكسيا مع تكلفتها، حيث أشارت عدة دراسات في هذا الصدد إلى أهمية الموارد المالية الداخلية مقارنة بالموارد الخارجية، ويرجع ذلك أساسا إلى المشاكل المالية الممكن أن تتجم عن الموارد المالية الخارجية، لذا تلجأ المؤسسة الناجعة إلى الرفع من قيمة مواردها الذاتية، لكن هذا الأخير لا يمكنه تغطية كل الاحتياجات المالية للمؤسسة، بل تحتاج إلى موارد مالية خارجية إضافية تسمح لها من التوسع والرفع من طاقتها الإنتاجية، فاعتماد المؤسسة على الموارد المالية الذاتية قد يكون سبب رئيسي لتكاسل المسيرين، كون أدوات الرقابة الخارجية غائبة، وهذا ما دفعنا من خلال هذا المبحث إلى دراسة المصادر التمويلية الخارجية من خلال النقاط التالية :

المطلب الأول: التمويل عن طريق الديون المالية

التمويل عن طريق المديونية ونقصد بها في هذه النقطة المديونية المالية، فهناك أنواع أخرى للمديونية غير المالية نذكر على سبيل المثال لا الحصر ديون اتجاه الموردين، فالمديونية المالية للمؤسسة يتم الحصول عليها أساسا عن طريق وسطاء سواء كانوا بنوك أو هيئات مالية غير بنكية، وهذا عن طريق منح قروض مختلفة الآجال، أو التمويل عن طريق قرض الإيجار « Crédit-bail ». وهناك نوع آخر من التمويل عن طريق الاستدانة وهو الإصدار السندي « émission obligation » عن طريق الإعلان العمومي للادخار، ولا يمكن لكل المؤسسات اللجوء إلى هذا النوع من التمويل، باعتبار أنه مخصص إلى للمؤسسات المدرجة في البورصة فحسب¹. لذلك سنحاول من خلال هذا المطلب دراسة النقاط التالية:

- مفهوم التمويل عن طريق المديونية؛
- مختلف أنواع الديون؛
- تكلفة المديونية.

1/ مفهوم التمويل عن طريق المديونية

إن المؤسسة تلجأ إلى التمويل الخارجي سواء عن طريق المديونية « D » أو الرفع من الأموال الخاصة « E » عندما يكون التمويل الداخلي غير كافي، ونقصد بالتمويل عن طريق الاستدانة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل دون أخذ بعين الاعتبار الديون قصيرة الأجل التي لها طابع خاص.

¹ Gérard. charreaux, Gestion financière, édition Litec, 6^{ème} édition, paris, 2000, pp 376-377.

فالديون الطويلة والمتوسطة الأجل حسب أغلب الإحصائيات تمثل الجزء الأكبر والأهم من التمويل الخارجي خاصة في الاقتصاديات التي تتميز بضعف السوق المالية، فعندما لا يكفي التمويل الذاتي يلجأ المسير إلى الاستدانة كحل أولي.¹

يمثل التمويل عن طريق الاستدانة المكمل الأساسي للتمويل عن طريق الأموال الخاصة، وينقسم حسب التقسيم المبسط إلى ثلاثة أقسام كبرى:

- القروض الكلاسيكية الممنوحة من طرف البنوك؛
- الاستدانة من طرف العموم (public) (عن طريق الاعتماد السندي)؛
- قرض الإيجار.²

الديون خاصة الطويلة الأجل يتم تسديدها عن طريق مبالغ محددة خلال مدة حياة القرض، تتكون أساسا من أجزاء من أصل القرض تسمى « إهلاك القرض »³، يضاف إليها فوائد على المبلغ المقترض، كما يمكن تسديد القرض قبل تاريخ الاستحقاق وهذا بالتسديد المسبق للديون.⁴

وهناك شروط أخرى يجب أن تتوفر عليها المؤسسة للجوء إلى هذا النوع من التمويل وهذا سواء بتحديد نسبة قصوى للمديونية (ينبغي أن يتم تمويل جزء من المشروع عن طريق الموارد الذاتية)، كذلك يجب رهن بعض الأصول كضمان للدين وهذا ما يعطي للهيئة المانحة للقرض الحق في أصول المؤسسة.⁵

إن اتفاقية الدين تعطي ميزة للمؤسسة المقرضة وهي استرجاع أموالها من تصفية أصول المؤسسة المقرضة وهذا في حالة ما إذا كانت القيمة الناجمة من التصفية أكبر من قيمة الدين، وفي هذه الحالة فمن غير المحتمل أن تقرر المؤسسة المستدينة الذهاب إلى التصفية، على عكس ذلك فإن المؤسسة المستدينة والمساهمين تكون لهم الفائدة من عدم تسديد الدين وهذا عندما تكون القيمة الناجمة من التصفية أقل من قيمة الدين، ولذلك فإن المؤسسة والمساهمين يفضلون عدم تسديد الدين كخيار أمثل.⁶

2/ مختلف أنواع الديون

تمثل الديون اتفاقية تستقبل بموجبها مؤسسة في يوم محدد مبلغ من المال، على أن تلتزم بتسديد مبالغ مستقبلية⁷، على شكل دفعات يتم من خلالها تسديد جزء من هذا الدين والفوائد المترتبة عنه.

¹ G.Depallens, J.P.Jobord, Gestion Financiere de L'Entreprise, Edition Sirey, 11^{eme} édition, paris, 1997, p 886.

² Jean. Borreau, Jacqueline. Delahaye, Florence. Delahaye, Gestion Financiere, Dunod édition, 13^{eme} édition, paris, 2004, p 378.

³ S.A. Ross, R.W. Westerfield, J.F. Joffe, Finance Corporate, éditions Dunod, paris, 2005, p 483 (Traductions françaises de Georges. Hübner et autres).

⁴ Idem, p 484.

⁵ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2001، ص453.

⁶ S.A. Ross, R.W. Westerfield, J.F. Joffe, Opcit, 2005, p 482.

⁷ Zvi. Bodie, Robert. Merton, Finance, Edition Pearson, paris, 2007, p 467.

وسيتم الاعتماد في هذه النقطة على التقسيم المبسط السالف الذكر، من خلال ما يلي:

2-1/ القروض الكلاسيكية

سنحاول في هذه النقطة دراسة القروض الاستثمارية للمؤسسة وهذا راجع لكون هذه القروض تهدف إلى تمويل أصول المؤسسة لفترة تتعدى السنة*، بمعنى أنها توجه إلى تمويل الجانب العلوي للميزانية أي أصول المؤسسة التي تمثل الأداة الأساسية لنشاطها، ويتم تسديد هذه القروض انطلاقاً من الأرباح المحققة.¹

ويمكن تقسيم القروض الاستثمارية إلى نوعين وهذا كما يلي:

2-1-1/ القروض المتوسطة الأجل

هذا النوع من القروض تتراوح مدته بين سنتين (02) وسبع سنوات (07)، يتم منحه من طرف بنك أو بشراكة مع مؤسسة مالية لضمان القروض²، وهو موجه لتمويل أصول استثمارية تكون مدة حياتها تقارب مدة حياة القرض.

ينبغي على المؤسسة التي تريد الحصول على هذا النوع من القروض أن تظهر قدرة تمويلية ذاتية معتبرة³، حيث يتم تمويل 70% كنسبة قصوى من قيمة الاستثمار (باحتمساب كل الرسوم) عن طريق القرض، والقيمة المتبقية يتم تمويلها باستخدام الموارد الذاتية.

ويمكن تقسيم هذا النوع من القروض إلى نوعين:⁴

أ/ القروض المتوسطة الأجل القابلة للتعبئة

هي القروض التي يمكن أن تستفيد من حق إعادة التمويل من قبل بنك الجزائر، أي القروض القابلة لإعادة الخصم.

ب/ القروض المتوسطة الأجل غير قابلة للتعبئة

وهي القروض التي لا تتوفر على شروط القبول لإعادة الخصم من طرف بنك الجزائر، أي لا يمكن للمؤسسة البنكية إعادة تمويلها.

* سيتم التعرض إلى نوع واحد من القروض الاستثمارية ألا وهي قروض الخزينة نون التطرق إلى مختلف القروض بالإمضاء (Crédits par signature) لكي لا نطيل في هذه النقطة.

¹ Ammour. Benhalima, Pratique des Techniques Bancaires avec Reference a L'Algerie, Edition Dahlab, Alger, 1997, p 79.

² Luc. Bernet-Rollande, Principes de Technique Bancaire, édition Dunod, 25^{eme} Edition, 2008, p 342.

³ Idem, p 343.

⁴ Ammour. Benhalima, Opcit, 1997, p 79.

2-1-2/ القروض طويلة الأجل

هذا النوع من القروض تتراوح مدته لفترة تفوق سبع سنوات (07)¹، ويوجه لتمويل الاستثمارات الثقيلة، نذكر على سبيل المثال لا الحصر المباني. مدة هذا القرض تكون عادة موافقة لمدة الاهتلاك الجبائي للأصل الممول²، ومبلغ هذا القرض يجب أن لا يتعدى مبلغ الأصل الممول.

2-2/ الاعتماد السندي

السندات هي أوراق مالية مقابلة للديون عكس الأسهم فهي أوراق مالية مقابل للملكية، وتدر السندات عادة عوائد ثابتة (فائدة ثابتة) ويمكن أن تكون متغيرة، ويتم تسديد هذه العوائد في تاريخ محدد.³ إن استخدام الاعتماد السندي يسمح للمؤسسة من التمويل احتياجاتها عن طريق عدة مقرضين، باعتبار أن هذه السندات يتم تداولها في السوق المالية، ويتم احتساب الفوائد على هذه السندات من القيمة الاسمية لها.⁴ وتتميز السندات بـ:⁵

- قيمة اسمية (قيمة ظاهرية faciale): القيمة التي على أساسها تحسب الفوائد؛
- سعر الإصدار: وهو السعر الذي يتم شراء به السند من طرف المقرض؛
- سعر التسديد: وهو السعر الذي يتم تسديده للمقرض في تاريخ الاستحقاق.

علاوة التسديد = سعر التسديد - سعر الإصدار

وهناك عدة أنواع للتسديد، وهذا كما يلي:⁶

- التسديد في النهاية « in fine »؛
- التسديد بدفعات ثابتة؛
- التسديد بأجزاء ثابتة « اهتلاك ثابت » .

هناك عادة فترة لتأجيل التسديد « différencé de remboursement »، وفيها يتم تسديد الفوائد فحسب ولا يتم تسديد جزء من القرض، وكذلك يمكن أن تتضمن اتفاقية الاكتتاب على بند ينص على إمكانية التسديد المسبق للاعتماد*.

¹ Ammour. Benhalima, *Opcit*, 1997, p 79.

² Jean-Marc. Béguin, Arnaud. Bernard, *L'Essentiel des Techniques Bancaires*, Edition d'organisations EYROLLES, Paris, 2010, p 252.

³ Michèle. Mollet, Georges. Langlois, *Finance d'Entreprise*, Edition Foucher, France, 2010, p 341.

⁴ Georges. Legros, *Finance d'Entreprise*, Edition Dunod, Paris, 2010, p 168.

⁵ Jean. Borreau, Jacqueline. Delahaye, Florence. Delahaye, *Opcit*, 2004, p 379.

⁶ Pierre. Vernimmen et autres, *Finance d'Entreprises*, Dalloz Edition, Paris, 2009, p 512.

* هناك عدة أنواع من السندات لم نتطرق لتعريفها لكي لا نطيل في هذه النقطة نذكر منها السندات العادية، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، السندات المسددة كأسهم، والسندات مع سند التسجيل في الأسهم. لأكثر معلومات أنظر (J. Borreau et J. Delahaye, F. Delahaye, *Opcit*, 2004, pp 380-381).

2-3/1/3-2 قرض الإيجار

قرض الإيجار هي تقنية تسمح للمؤسسة من الحصول على أصل منقول أو غير منقول تم اقتناؤه من طرف هيئة مالية متخصصة أو فرع بنكي، هذه المؤسسة تستفيد من استغلال هذا الأصل مقابل دفع إيجار للهيئة المالية المالكة للأصل، وفي نهاية عقد الإيجار لها إمكانية لشراء الأصل بقيمته المتبقية « Valeur résiduelle ».

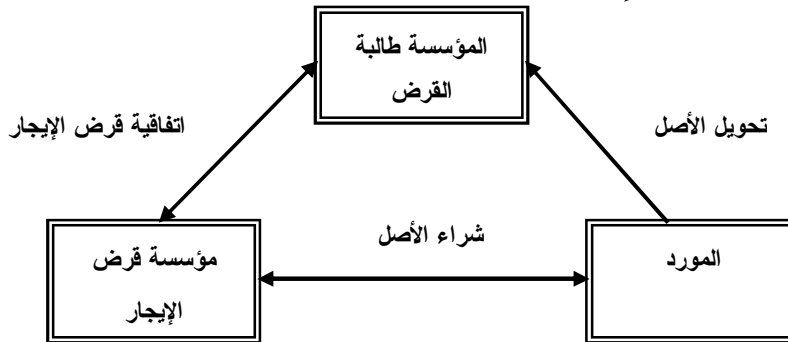
مدة الإيجار تكون موافقة لمدة الاهتلاك الجبائي للأصل الممول، والمؤسسة المالية الممولة تبقى مالكة للأصل حتى نهاية عقد الإيجار.¹

2-3-1/1-3-2 الأطراف المتعلقة بعملية قرض الإيجار

- طالب القرض أو المستأجر: وهي المؤسسة التي تحتاج إلى تمويل الاستثمار؛
- المورد: وهو بائع الأصل لمؤسسة قرض الإيجار « الهيئة المالية »؛
- الهيئة المالية: ويمكن أن تكون مؤسسة متخصصة في عملية قرض الإيجار أو بنك.

ويمكن توضيح العلاقة ما بين أطراف قرض الإيجار من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم: 01-01: عملية قرض الإيجار



المصدر: Stéphane. Griffiths, Jean-Guy. Degos, Gestion Financière, Edition d'organisation, Paris, 2001, p 188

2-3-2/2-3-2 أنواع قرض الإيجار

هناك عدة أنواع لقرض الإيجار يمكن تلخيصها فيما يلي:

(أ) قرض الإيجار للمنقولات

يسمح هذا القرض بإيجار تجهيزات، معدات وأدوات وكذلك محل تجاري²، وتكون مدته موافقة لمدة الحياة الاقتصادية للأصل الممول، الإيجار يكون عبارة عن اهتلاك الأموال المستثمرة مضاف إليها فوائد ومصاريف التسيير. وفي نهاية مدة الإيجار، المستأجر له الاختيار:

¹ Pierre. Calame, L'Essentiel de la Finance, Editions d'organisation, Paris, 2004, p 184.

² Gérard. Charreaux, Finance d'Entreprise, édition EMS, 2^e édition, Paris, 2000, p 198.

- شراء الأصل بقيمته المتبقية؛
- إرجاع الأصل للمؤسسة المالية المالكة؛
- إعادة عقد الإيجار بتكلفة ضعيفة.

(ب) قرض الإيجار لتمويل العقارات:

يمثل عقد بموجبه يمنح طرف يدعى المؤجر (الهيئة المالية) لطرف آخر يدعى المستأجر (المؤسسة طالبة للقرض) أصولاً ثابتة مهنية اشتراها أو تم بناؤها لحسابه، في مقابل الحصول على إيجارات ولمدة محددة، مع إمكانية حصول المستأجر على ملكية مجمل الأصول المؤجرة أو جزء منها في أجل أقصاه انقضاء مدة الإيجار¹.

(ت) التنازل ثم الإيجار

التنازل ثم الإيجار « lease-back » يمثل نوع من أنواع قرض الإيجار، لكن العلاقة تكون ما بين طرفين وليس ثلاثة²، بحيث أن المؤسسة في هذا النوع تحتاج إلى موارد مالية وليس تمويل أصل استثماري الذي هو بحوزتها أصلاً، فتقوم بالتنازل عن هذا الأصل لمؤسسة مختصة في قرض الإيجار مما يدر عليها موارد مالية معتبرة على أن تعيد استثماره لمتابعة نشاطها الإنتاجي.

ومن مميزات قرض الإيجار أنه يسمح للمؤسسة بتحقيق امتيازات جبائية، باعتبار الإيجار من المصاريف القابلة للخصم من الوعاء الضريبي، وكذلك للمؤسسة إمكانية تمويل الأصل كلياً مع العلم أن البنوك في مصادر التمويل الأخرى لا تمول 100% من مخاطرة المشاريع الاستثمارية³.

3/ تكلفة المديونية

تلجأ المؤسسات عادة إلى الاقتراض في حالة عدم كفاية أموالها الخاصة، وباستعمال هذه الأموال يجب على المؤسسة أن تضمن معدل مردودية يسمح لها من تغطية تكاليف هذا المورد (تكاليف الاقتراض)، وتتمثل أموال الاقتراض في جلب قروض مصرفية طويلة أو متوسطة الأجل، أو إصدار سندات من طرف المؤسسة. ويمكن استخلاص تكلفة الديون انطلاقاً من العلاقة* المبينة أدناه⁴:

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{RB_t + FF_c(1-\tau)}{(1+Kd)^t}$$

¹ المادة رقم 08 من الأمر رقم 09-96 مؤرخ في 10 يناير سنة 1996، المتعلق بالاعتماد الإيجاري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 3، 14 يناير 1996، ص 25.

² Pierre. Calame, *Opcit*, 2004, p 185.

³ Juliette. Pilverdier-Latrete, *Finance d'Entreprise*, édition Economica, 7^{ème} Edition, Paris, 1999, p 349.

* حيث: RB_t : أفساط الديون، FF_c : التكاليف المالية، D : قيمة القرض، τ : معدل الضريبة على أرباح الشركات، n : عمر القرض، Kd : تكلفة الأموال المقترضة بعد الضريبة، هذه الأخيرة تساوي $Kd(1-\tau)$ مع Kd : تكلفة الأموال المقترضة الاسمية.

(Voir Mondher. Bellalah, *Finance Moderne d'Entreprise*, édition Economica, 1998, p 208.)

⁴ Gerard. Charreaux, *Opcit*, 2000, p 133.

ويمكن أخذ مفهوم أشمل لتكلفة الديون " اعتمادات بنكية، اعتماد سندي، قرض الأيجار"، وهذا بأخذ بعين الاعتبار تكلفة الإصدار إن وجدت وهذا كما يلي:¹

$$+D - F \quad -i \quad -i \quad -i \quad -D - i$$

مع: D : مبلغ القرض، i : مبلغ الفوائد بعد تسديد الضريبة، F : مصاريف الإصدار .

ويتم تحديد تكلفة الديون انطلاقاً من العلاقة التالية:

$$(D - F) - i(1 + t)^{-1} - i(1 + t)^{-2} \dots \dots \dots - i(1 + t)^{-(n-1)} - (D + i)(1 + t)^{-n} = 0$$

حيث: t: يمثل معدل استحداث الديون (أو تكلفة الديون)*.

المطلب الثاني: التمويل عن طريق الأموال الخاصة

سنحاول في هذا المطلب دراسة التمويل عن طريق الأموال الخاصة من منظور المصادر الخارجية للتمويل، باعتبار أنه يمكن أن يتم التمويل عن طريق الأموال الخاصة بالموارد الداخلية للمؤسسة أي التمويل الذاتي، وسيتم التركيز على الرفع من رأس المال باعتباره من الموارد الأساسية للتمويل عن طريق الأموال الخاصة. وتعتمد المؤسسة لاختيار المصادر الخارجية للتمويل على المورد الذي يحقق لها أكبر منفعة ممكنة (لا يتم التركيز على تكلفة المورد فحسب بل على عدة متغيرات، نذكر منها المورد المتاح، مدى درجة المراقبة لتسيير المؤسسة، السياسة الاستثمارية، خطر الإفلاس... الخ)، وبعبارة أخرى إيجاد توليفة مثلى للتمويل عن طريق مزيج بين الأموال الخاصة والديون (D^* , E^*). وأظهرت بعض الدراسات أن المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية تعتمد أساساً في تمويل مشاريعها الاستثمارية على التمويل الذاتي، حيث لا يمثل التمويل عن طريق الديون وإصدار الأسهم إلا 25% من مجمل التمويل، على العكس من ذلك فإن المؤسسات اليابانية تعتمد أساساً على التمويل الخارجي في تمويل مشاريعها الاستثمارية.² لذلك سنحاول في هذا المطلب دراسة مختلف أنواع التمويل عن طريق الأموال الخاصة وكيفية حساب تكلفته.

1/ أنواع التمويل عن طريق الأموال الخاصة

هناك عدة أنواع للتمويل عن طريق الأموال الخاصة يمكن تلخيصها في الرفع من رأس المال، التنازل عن الأصول، المنح والإعانات*، وهذا كما يلي:

¹ Anne-Marie. Keiser, *Gestion Financière*, Edition ESKA, Paris, 1998, p 187.

* هذه العلاقة تكون صحيحة لما يكون تسديد طيلة مدة حياة القرض الفوائد فحسب، وفي تاريخ الاستحقاق (نهاية مدة القرض) يتم تسديد القرض والفوائد المترتبة عن تلك السنة « In Fine » .

² S.A. Ross, R.W. Westerfield, J.F. Joffe, *Opcit*, 2005, p 495.

* التنازل عن الأصول، المنح والإعانات لا يمكن أن تلجأ إليهم المؤسسة بصفة عادية ودورية كلما احتاجت إلى التمويل، فالجوء إلى المصدر الأول سيؤثر حتماً على السياسة الاستثمارية للمؤسسة، أما المصدر الثاني فهو خارج عن إرادة المؤسسة (قرار خارجي عن المؤسسة).

1-1/ الرفع من رأس المال

هناك عدة أنواع من الرفع من رأس المال (تحويل الديون، إدماج الاحتياطات، حصص عينية، حصص نقدية)¹، ولكن النقطة التي سيتم التركيز عليها هي الرفع من رأس المال عن طريق الحصص النقدية باعتبارها المورد الوحيد الذي يسمح للمؤسسة من الحصول على موارد مالية جديدة.²

إن المستثمر الذي يساهم في الرفع من رأسمال المؤسسة يستقبل في المقابل أسهم، التي تمثل سند مساهمة يسمح لحامله من امتلاك جزء من رأسمال الشركة يعادل نسبة هذه الأسهم من رأس المال، كذلك يعطي له الحق في جزء من أرباح الشركة إن وجدت تعادل نسبة الأسهم التي بحوزته، إذن يعتبر السهم سند ملكية مشتركة لا يعطي لحامله الضمان في الحصول على العوائد إلا إذا حققت المؤسسة أرباحاً وقررت توزيعها³، ومنه فإن شراء الأسهم يعطي للمستثمر حقوق يمكن تلخيصها في النقاط التالية:⁴

- 1- حق الحصول على عوائد إذا تم توزيعها؛
- 2- حق امتلاك جزء من قيمة الأموال الخاصة؛
- 3- حق الانتخاب الذي يمكنه من مراقبة تسيير المؤسسة.

ويمكن للتمويل عن طريق رفع رأس المال أن يأخذ الأشكال التالية:

1-1-1/ الرفع من رأس المال عن طريق الحصص النقدية

لما تريد المؤسسة تمويل سياستها الاستثمارية عن طريق الأموال الخاصة، يمكن أن تلجأ إلى الرفع من رأس مالها نقدياً، وهذا بإصدار أسهم جديدة تقوم بطرحها في السوق المالي بسعر محدد، هذه الأسهم الجديدة لها نفس امتيازات الأسهم القديمة، إلا أنه في أغلب الأسواق المالية فإن المساهمين القدامى لهم حق الأولوية في المساهمة في رفع رأسمال المؤسسة « **Droit préférentiel de souscription** »*، هذا الحق يمكن للمساهم بيعه إذا كان لا يريد المساهمة في عملية رفع رأس المال.⁵

ومن خصائص الأسهم الجديدة أن لها نفس القيمة الاسمية مثلها مثل الأسهم القديمة ولكن يكون سعر الإصدار « E » للأسهم الجديدة عادة أكبر من القيمة الاسمية للأسهم « C »، ويكون أقل من القيمة السوقية للأسهم القديمة « V »، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم « V' » عند طرح المؤسسة أسهم جديدة في السوق، لذا يتم تعويض المساهمين القدامى بإعطائهم الأولوية في اقتناء الأسهم الجديدة أو بيع هذه الحقوق (dps)، وهذا ما يغطي الفرق في القيمة السوقية للأسهم قبل وبعد عملية الإصدار.

¹Jean. Borreau, Jacqueline. Delahaye, Florence. Delahaye, Gestion Financière, Dunod, Paris, 14^{ème} Edition, 2005, p 362.

²Idem, p 362.

³Bruno. Solnik, Gestion Financière, Edition Dunod, 6^{ème} Edition, Paris, 2001, p 140.

⁴Gérard. Charreaux, Opcit, 2000, p 181.

* $dps = v - v'$ مع (القيمة السوقية قبل عملية رفع رأس المال - القيمة السوقية بعد عملية رفع رأس المال).

⁵Bruno. Solnik, Opcit, 2001, p 142.

والفرق بين القيمة الاسمية للسهم وقيمة الإصدار يسمى بعلاوة الإصدار، وتحسب كما يلي:¹

$$\text{علاوة الإصدار} = \text{سعر الإصدار} - \text{القيمة الاسمية}$$

وهناك عدة أنواع للأسهم يمكن تلخيصها في الأنواع التالية (الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الأسهم مع أفضلية الاستفادة من العوائد وبدون حق الانتخاب، والأسهم مع سند التسجيل في الأسهم... الخ).^{*}

1-1-2/ الرفع من رأس المال عن طريق الحصص العينية

هي نوع من أنواع الرفع من رأسمال المؤسسة التي لا تتيح للمؤسسة سيولة إضافية، بل ترفع من قدرتها الإنتاجية، وهذا بتعزيز أصولها: أراضي، عقارات، معدات، ومخزون... الخ.²

لكن المشكل المترتب عن هاته العملية هي كيفية تقييم هذه الأصول، وخاصة في غياب سوق واضح المعالم لتقييم هذه الأصول، فيما يخص الجانب المحاسبي لهاته العملية فإن الرفع من رأس المال عن طريق الحصص العينية يترجم برفع الأصول الإنتاجية للمؤسسة من جانب الأصول وبنفس قيمة الرفع من الأموال الخاصة في جانب الخصوم.

1-1-3/ الرفع من رأس المال بإدماج الاحتياطات

الرفع من رأس المال عن طريق إدماج الاحتياطات، منح الإصدار والأرباح غير الموزعة، هذه الموارد ليس لها أي تأثير على الهيكلة المالية للمؤسسة وهذا راجع لعدم إضافة أي سيولة إضافية للمؤسسة، بل هو تغيير في حسابات خصوم المؤسسة بتحويل جزء من احتياطات المؤسسة إلى حساب رأس المال.

ويمكن أن تأخذ عملية الرفع من رأس المال بإدماج الاحتياطات شكلين، الأول برفع القيمة الاسمية للأسهم، أو توزيع أسهم مجانية على المساهمين.³

1-1-4/ الرفع من رأس المال بتحويل الديون

تهدف هذه العملية إلى تحويل بعض حقوق الغير إلى أسهم، هذه العملية لا تسمح للمؤسسة بالحصول على موارد مالية إضافية، لكن تسمح للمؤسسة بتخفيف الضغط الناجم عن استحقاق هذه الديون، هذه العملية تؤدي عادة إلى الرفع من عدد المساهمين.

¹ Jean. Borreau, Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, *Opcit*, 2005, p 363.

^{*} وللتفصيل في مختلف هذه الأنواع أنظر المرجع (*Idem*, p 366).

² Jean-Louis. Amelon, *L'Essentiel a Connaitre en Gestion Financiere*, 3^{eme} édition, Edition Maxima, France, 2002, p 160.

³ *Idem*, p 160.

1-1-5/ تحويل السندات إلى أسهم

تسمح هذه العملية بتحويل السندات التي تعتبر أوراق الدين إلى أسهم (حقوق الملكية)، هذه العملية تسمح من إصدار أسهم جديدة.¹

1-2/ التنازل عن الأصول

التنازل عن الأصول الاستثمارية للمؤسسة يمكن أن يكون نتيجة:²

- التجديد العادي للاستثمارات وهذا كلما أتاحت الفرصة للمؤسسة، ببيع الأصول المراد تجديدها؛
- التنازل عن الأصول بغية الحصول على سيولة إضافية للمؤسسة، وتقوم المؤسسة بالتنازل عن بعض الاستثمارات (أراضي، عقارات... الخ) التي لا تحتاجها في نشاطها العادي؛
- التنازل بغية تحقيق إستراتيجية التركيز في نشاط محدد، إذ تقوم بالتنازل عن الأصول التي لا تخدم النشاط المراد الاستثمار فيه؛
- التنازل عن بعض الأصول التي تضر الوضعية التنافسية للمؤسسة.

1-3/ المنح والإعانات

بعض المنح و كل أو جزء من الإعانات يمكن اعتبارها مثل للأموال الخاصة وهذا راجع لكونها تبقى تحت تصرف المؤسسة طيلة حياتها.

2/ تكلفة الأموال الخاصة

يصعب تقدير تكلفة الأموال الخاصة، وهذا راجع إلى صعوبة تقدير الأرباح المستقبلية للمؤسسة، ويمكن تعريفها على أنها معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين لاستثمار أموالهم في المؤسسة³، ويمكن تعريفها كذلك على أنها المعدل المعمول به في السوق المالي، أي أنه معدل العائد الأدنى المطلوب من طرف المساهمين للحفاظ على أسهمهم، أو المعدل الذي على أساسه يقبل المساهمين الجدد المشاركة في رأسمال المؤسسة، ويمكن تقدير تكلفة الأموال الخاصة بطريقتين:

2-1/ طريقة التقييم عن طريق العوائد

النظرية المالية للمؤسسة تعتمد على أن القيمة السوقية للسهم تساوي مجموع القيم المستحدثة للعوائد المستقبلية المتوقعة حالياً (أي في الزمن الحالي (t=0)) ومنه فإن قيمة السهم تساوي⁴:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_{+\infty}}{(1+K)^{+\infty}} \dots \dots \dots (1)$$

¹ Jean. Borreau, Jacqueline. Delahaye, Florence. Delahaye, Opcit, 2005, p 371.

² Idem, p 362.

³ Cherif. Mondher, Stéphane. Debruille, Creation de Valeur et Capital-Investissement, Edition Pearson, Paris, 2009, p 4.

⁴ Jean-Louis. Amelon, Opcit, 2002, pp 183-184.

ويمكن تبسيط العلاقة رقم (01) على الشكل التالي*:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t} \dots \dots \dots (2)$$

ويمكن افتراض حالتين لتغير قسط العوائد وهذا كما يلي:

أ/ قبول فرضية أن عوائد الأسهم تتزايد بمعدل ثابت (g) فإن العلاقة تصبح كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_1(1+g)}{(1+K)^2} + \dots \dots \dots + \frac{D_1(1+g)^{+\infty}}{(1+K)^{+\infty}} \dots \dots \dots (3)$$

وإذا افترضنا أن معدل الاستحداث أكبر من معدل نمو العوائد أي $k > g$ ، يمكن تلخيص العلاقة رقم 03

$$P_0 = \frac{D_1}{(k-g)} \quad \text{كما يلي:}$$

$$k_e - g = \frac{D_1}{P_0} \Rightarrow k_e = \frac{D_1}{P_0} + g \dots \dots \dots (4) \quad \text{ومنه:}$$

هذه العلاقة (رقم 04) معروفة بعلاقة فوردين شابرو¹.

ومن نقائص هذه العلاقة اتخاذ نسبة ثابتة لنمو العوائد وهذا ما يجعلها بعيدة عن الواقع هذا من جهة وعدم أخذ في الحسبان مخاطرة الاستثمار.

ب/ افتراض ثبات قسط العوائد أي:

$$D = D_1 = D_2 = \dots \dots \dots = D_t$$

إذن تصبح العلاقة (1) كما يلي: $P_0 = D / k_e$

ومنه فإن تكلفة الأموال الخاصة تساوي: $k_e = D / P_0$

2-2/ طريقة تقييم الأصول المالية « MEDAF »

تهدف هذه الطريقة إلى إيجاد معدل عائد الأصل المالي، وهذا بمقارنة مخاطرة هذا الأصل المالي بمخاطرة السوق المالي، حيث يتم افتراض أن هناك علاقة خطية بسيطة بين معدل العائد المتوقع للأصل المالي ومخاطرته والتي يتم حسابها بالمعامل β وهذا مقارنة بعائد السوق « R_m »، وترتكز هذه النظرية على عدة فرضيات يصعب توفرها في أرض الواقع وهي²:

- غياب تكاليف المعاملات « Coûts de transactions »؛
- يمكن تقسيم الأصول المالية، أي أن المستثمر يمكنه الحصول على جزء من الأصل المالي؛
- المستثمرون يخضعون لنفس معدل الضريبة على عوائد رأس المال (فائض القيمة، العوائد... الخ)؛

* حيث: P_0 : قيمة السهم في السوق في الزمن $t = 0$ ، D_t : عوائد السهم في الزمن (t) ، K : معدل العائد المقبول من طرف المساهم.

¹ Maher. Bellakhal, *Gestion de Portefeuille*, Edition Pearson, Paris, 2004, p 40.

² Jonathan. Berk, *Finance d'entreprise*, Edition Pearson, Paris, 2008, p 260 (Traduit à partir de *Corporate Finance*, publié par Addison. Wesley).

- الأشخاص يمكنهم اختيار محفظتهم المالية على أساس تقييم عن طريق (المتوسط - التباين) وهذا خلال فترة واحدة؛
- البيع بالمكشوف مسموح، أي أن المستثمر يمكنه بيع أصل لا يمتلكه في محفظته؛
- عملية الإقراض والاستقراض ممكنة في أي وقت وبدون حدود وتتم بنفس المعدل؛
- كل الأصول يمكن تداولها في السوق «négociables»، بما فيها رأس المال البشري؛
- للمستثمرين نفس طرق التقييم فيما يخص حساب العائد.

ويمكن تقييم تكلفة الأموال الخاصة حسب هذا النموذج من خلال العلاقة التالية:¹

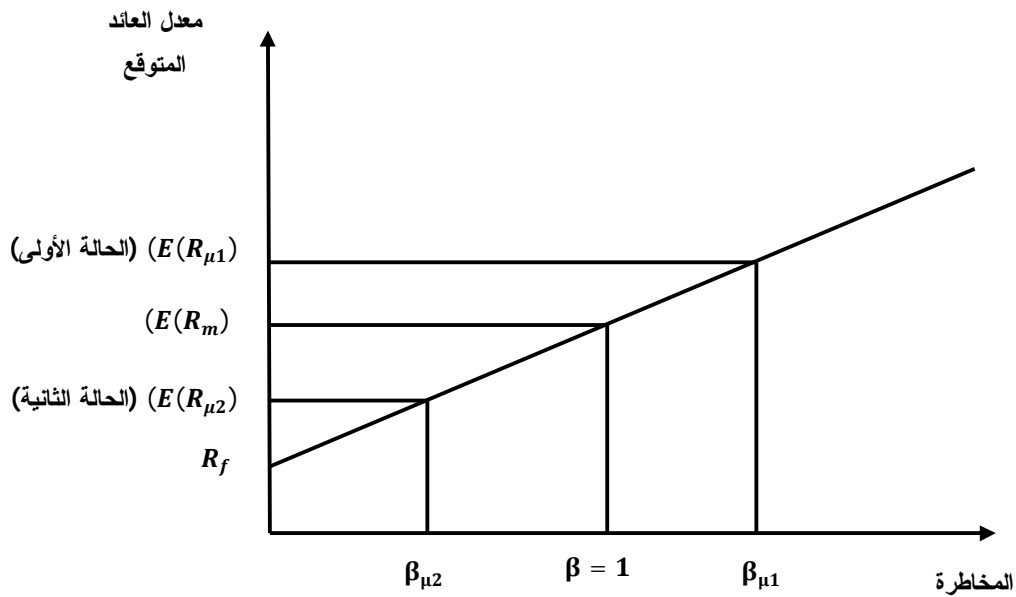
$$\text{معدل عائد الأصل} = \text{معدل بدون مخاطرة} + \text{مخاطرة الأصل مقارنة بالسوق } (\beta) \times [\text{معدل العائد المتوقع للسوق} - \text{معدل بدون مخاطرة}]$$

وهذا كما يلي*:

$$E(R_j) = R_f + \beta_j * (E(R_m) - R_f)$$

ويمكن توضيح هذه العلاقة بالشكل التالي:

الشكل رقم: 01-02: العلاقة بين عائد الأصل والمخاطرة



المصدر: Idem, p 185

¹ Jean-Louis. Amelon, *Opcit*, 2002, p 185.

* حيث: $E(R_j)$: معدل عائد الأصل، أو تكلفة الأموال الخاصة، R_f : معدل الفائدة بدون مخاطرة (استثمار مالي بدون مخاطرة مثل سندات الخزينة)، $E(R_m)$: معدل العائد المتوقع من السوق، β_j : معامل يسمح بتقييم مخاطرة الأصل (j).

من الشكل السابق يظهر جليا أنه يمكن أن نكون أمام حالتين:

الحالة الأولى: معدل العائد المتوقع للأصل أكبر من معدل العائد المتوقع السوق ($E(R_{\mu 1}) > E(R_m)$)، وهذا راجع إلى كون مخاطرة الأصل (1) أكبر من مخاطرة السوق ($\beta_{\mu 1} > 1$)، لذلك فإنه يجب دفع علاوة أكبر من علاوة السوق لكي يمكن اقتناء هذا الأصل من طرف المستثمرين.

الحالة الثانية: معدل العائد المتوقع للأصل أقل من معدل العائد المتوقع السوق ($E(R_{\mu 2}) < E(R_m)$)، وهذا راجع إلى كون مخاطرة الأصل (2) أقل من مخاطرة السوق ($\beta_{\mu 2} < 1$)، لذلك فإنه سيتم دفع للمستثمرين علاوة ضعيفة نسبيا مقارنة بعلاوة السوق لاقتناء هذا الأصل (يتحملون مخاطرة ضعيفة نسبيا).

المطلب الثالث: المفاضلة بين الديون والأموال الخاصة

بعدما تم التطرق في المطالب السابقة إلى إعطاء مفهوم التمويل عن طريق المديونية وعن طريق الأموال الخاصة من خلال تعريف وذكر أنواع وتكلفة كل مصدر، سنقوم في هذا المطلب بالمقارنة بين المصدرين وهذا من خلال ميزات وعيوب كل مصدر.

الديون هي عبارة عن سيولة موضوعة تحت تصرف المقترضين (المؤسسة)، ويتم تسديدها في موعد استحقاقها (تاريخ الاستحقاق) الذي يكون قريب أو بعيد الأجل، عكس الأموال الخاصة التي توضع تحت تصرف المؤسسة من دون تاريخ استحقاق (تبقى تحت تصرف المؤسسة ما دامت المؤسسة مواصلة لنشاطها).

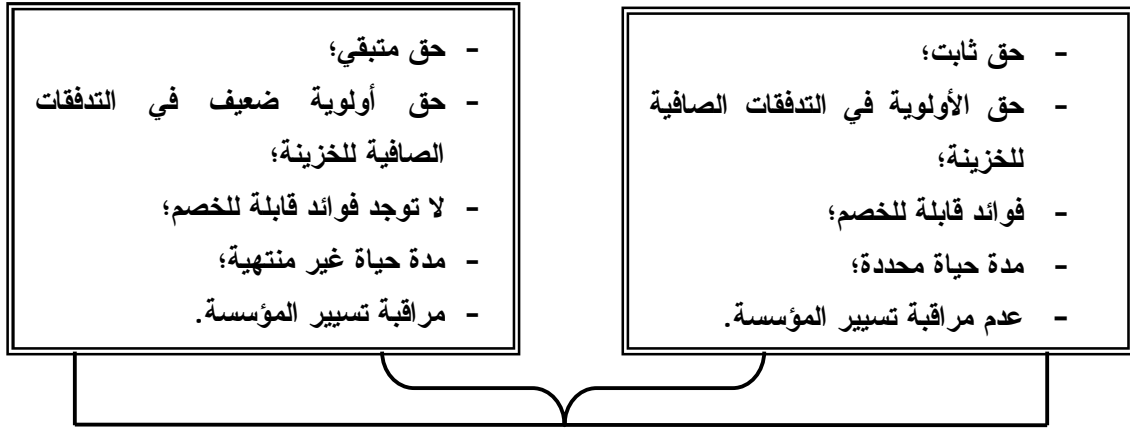
وتظهر نقاط الاختلاف بين الديون والأموال الخاصة من وجهة نظر العوائد الصافية للخرينة لكل مصدر فيما يلي:¹

- تسمح الديون للمؤسسة الدائنة من اشتراط تدفقات صافية للخرينة على شكل دفعات (فوائد وجزء من قيمة الدين)، أما المساهم فإنه يستفيد من التدفقات الصافية للخرينة المتبقية؛
- للديون حق الأولوية في التدفقات الصافية للخرينة (دفعات القرض) وأصول المؤسسة (في حالة تصفية المؤسسة) عكس الأموال الخاصة؛
- الفوائد المترتبة عن الديون لها فوائد جبائية، حيث يتم اقتطاع الفوائد من الربح الخاضع للضريبة عكس عوائد المساهمين التي يتم اقتطاعها من الربح الصافي؛
- تاريخ استحقاق الديون ثابت؛
- الهيئة المانحة للدين لا تساهم في الأمور التسييرية للمؤسسة عكس المساهمين.

¹ Pascal. Barneto, Georges. Gregorio, Finance, édition Dunod, 2007, pp 401-402.

ويمكن تلخيص هذه المفاضلة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم: 01-03: المفاضلة بين الديون والأموال الخاصة



الأموال الخاصة

مصادر هجينة (امتزاج بين خصائص الديون

الديون

والأموال الخاصة)

المصدر: Idem, p 402

من كل ما سبق يمكن توضيح نقاط الاختلاف بين التمويل عن طريق المديونية والأموال الخاصة من خلال الجدولين التاليين:

الجدول رقم: 01-01: أوجه المقارنة بين الأموال الخاصة والديون من خلال الخصائص

الأموال الخاصة مقابل الديون		
الديون	الأموال الخاصة	الخصائص
- فوائد.	- أرباح (عوائد المساهمين).	نوع العوائد
- الفوائد تخضع للضريبة كأنها دخل لشخص طبيعي؛ - الفوائد تمثل دخل عادي في سوق الأعمال، لذا فإنها تخضع من الوعاء الضريبي.	- عوائد المساهمين يخضعون لضريبة على أرباح الأشخاص الطبيعيين (إذا كان المساهم شخص طبيعي)؛ - العوائد لا تمثل مصاريف عادية في سوق الأعمال، لذا لا يتم خصمها من الوعاء الضريبي.	الضريبة
- المراقبة تكون على أساس الاتفاقية السندية أو اتفاقية القرض. - le contrat obligataire. - le contrat de prêt.	- الأسهم العادية تعطي لصاحبها حق الاقتراع؛ - الأسهم المفضلة يمكن لحاملها أن يكون له حق الاقتراع أو بدونه.	المراقبة
- الديون غير المسددة تمثل التزام للمؤسسة (engagement de l'entreprise) - وعدم تسديد الديون في تاريخ استحقاقها يعرض المؤسسة إلى مشاكل الإفلاس.	- عدم دفع العوائد لا يمثل مشكل للمؤسسة؛ - تسديد العوائد ليس إجباري.	الإفلاس
الخلاصة: الديون لها فوائد جبائية، لكن مشاكل الإفلاس تكون في صالح الأموال الخاصة، وخصائص الرقابة تختلف من نوع لآخر، فكل مصدر له ميزات وعيوب لذا تصعب المفاضلة بين المصدرين.		

المصدر: S.A. Ross, R.W. Westerfield, J.F. Joffe, Opcit, 2005, p 495.

الجدول رقم: 01-02: يبين سياسة التمويل في المؤسسة خلال دورة حياة المؤسسة

المرحلة الأولى الانطلاق	المرحلة الثانية التوسع	المرحلة الثالثة النمو السريع	المرحلة الرابعة النضج	المرحلة الخامسة الانحطاط	
عالي، ولكن هناك قيود حسب هيكله المؤسسة	عالي، حسب قيمة المؤسسة	متوسط، يمثل نسبة من قيمة المؤسسة	متناقص، ويمثل نسبة من قيمة المؤسسة	منخفض، حتى يتم إعادة تجديد المشروع	احتياج للتمويل الخارجي
سلبى أو ضعيف	سلبى أو ضعيف	ضعيف مقارنة باحتياجات التمويل	عالي مقارنة باحتياجات التمويل	أكبر من احتياجات التمويل	التمويل الداخلي (التمويل الذاتي)
- أموال الملاك وديون بنكية	- رأسمال خطر - الأسهم العادية	- أسهم عادية - أوراق قابلة للتحويل	- الديون	- تسديد الديون واقتناء الأسهم	التمويل الخارجي
الحصول على التمويل الخاص	الدخول في البورصة	رفع رأس المال	إصدار السندات	-	انتقال في التمويل

المصدر: Idem, p 403

من الجدولين السابقين يتضح جلياً أنه لا يمكن بأي حال من الأحوال تفضيل مصدر تمويلي على الآخر ولا يجب اقتصار نظرة المصدر التمويلي الأفضل على مفهوم التكلفة فحسب، فهذه النظرة ضيقة جداً، حيث أن كل مصدر تمويلي له عيوب ومميزات ويختلف من مؤسسة إلى مؤسسة، وكذلك تختلف الحاجة إلى المصدر التمويلي حسب وضعية المؤسسة في السوق (هل هذه المؤسسة في حالة نمو أم في حالة نضج؟)، ومدى إمكانية توفر الموارد المالية الداخلية الناجمة عن نشاطها لكي يتم تحديد النسبة التمويلية الواجب جلبها من الغير.

وفي الأخير، فإن هذا المبحث تم تخصيصه إلى السياسة التمويلية للمؤسسة وتم دراسة سياسة التمويل عن طريق الديون والأموال الخاصة، ولم يتم دراسة التمويل عن طريق نشاط المؤسسة أي التمويل الذاتي الذي يعتبر من المصادر التمويلية الهامة للمؤسسة، والذي يسمح لها بتحديد نسبة التمويل الخارجي، خاصة في الاقتصاديات التي تعرف ضعف السوق المالية، مما يجعل الحصول على الموارد المالية الخارجية صعب للغاية، ويقتصر أساساً على سياسة المديونية، مثل السوق المالي الجزائري ووضعية المؤسسات الجزائرية اتجاه سياسة التمويل، خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يصعب تمويلها عن طريق القروض البنكية لضعف الضمانات فيها، مما يجعلها تبحث عن السبل اللازمة لتعزيز مواردها المالية الداخلية، لذا سيتم التفصيل في المباحث المقبلة في سياسة التمويل الذاتي بدراسة محدداته وسبل تعزيزه في المؤسسة.

المبحث الثاني: التمويل عن طريق التمويل الذاتي

إن سياسة التمويل في المؤسسة من أهم الموضوعات التي اهتم بها الكتاب والباحثين في مجال المالية، وهذا راجع أنه لا يمكن تفضيل مورد مالي عن آخر وهذا راجع إلى وضعية المؤسسة هذا من جهة، ونوعية الاقتصاد الذي تنشط فيه من جهة أخرى، فالمؤسسة ككافة اقتصادية تتفاعل وتتأثر بمحيطها، وتواجدها فيه يتطلب منها الحيطة والحذر من العواصف والعراقيل التي يمكن أن تصادفها، لذلك يجب معرفة كل العوامل المؤثرة فيها داخليا وخارجيا وتنميطها بغية الوصول إلى أهدافها الإستراتيجية بأقل جهد ممكن، ومن الخيارات الإستراتيجية التي تواجهها هو اختيار مصادر التمويل، فعدم كفاية الموارد الذاتية يحتم عليها اللجوء إلى الموارد الخارجية، هذه الأخيرة تتطلب شروط عديدة لتحقيقها ومن هذه الشروط توفر قدرة مالية ذاتية معتبرة .

هذا ما يدفع المؤسسة إلى تحمل جزء من مخاطر قراراتها الاستثمارية، أي تكون المصادر الخارجية مكملة للمورد الذاتي، لذا فالمؤسسة الناجعة تبقى تلك التي تستغل مختلف الفرص لتعظيم قدرة تمويلها الذاتي، وهذا لتحقيق الاستقلالية المالية من جهة، وتعظيم العامل الأساسي لجلب الأموال الخارجية من جهة أخرى.

من كل ما سبق تظهر أهمية التمويل الذاتي في المؤسسة باعتباره من العوامل الأساسية التي توصل المؤسسة إلى بر الأمان، فاعتمادها على موردها الذاتي يحقق لها الاستقلالية في اتخاذ القرارات، واستغلال مختلف الفرص الاستثمارية المتوفرة، باعتباره تحت تصرفها في أي وقت شاءت، لذا سيتم في هذا المبحث تسليط الضوء على المفاهيم المتعلقة بالتمويل الذاتي، ثم دوره وسياسته وفي الأخير تبيان أهميته ومحدداته.

المطلب الأول: المفاهيم المتعلقة بالتمويل الذاتي

يمثل التمويل الذاتي مصدر من المصادر التمويلية الأساسية في المؤسسة، وهناك عدة مفاهيم مرتبطة به ولها معنى مختلف مثل التدفق النقدي، هامش خام للتمويل الذاتي و قدرة التمويل الذاتي، لذلك سيتم توضيح كل مفهوم على حدى في هذا المطلب.

1/ الهامش الخام للتمويل الذاتي « Marge brute d'Autofinancement »

لتوضيح مفهوم الهامش الخام للتمويل الذاتي، يجب التطرق مسبقا إلى مفهوم التدفق النقدي « Cash flow » لكي لا يكون هناك أي خلط بين المفهومين.

1-1/ مفهوم التدفق النقدي: « Cash - flow »

بالمفهوم العام يمثل التدفق النقدي مقدار المداخيل الناجمة عن الاستثمار بعد خصم كل التكاليف المنفقة عليه، فالتدفق النقدي كما تظهره تسميته عبارة عن تدفق صافي للخزينة الصادر عن نشاط المؤسسة، وبالتحديد يمثل المورد الناجم عن نشاط المؤسسة وهو تحت تصرفها لتغطية احتياجات التمويل اللازمة لبقائها و تطورها¹.

ومن الجانب المحاسبي يمكن تعريف التدفق النقدي أو التدفق النقدي المتاح « Free cash flow » بأنه السيولة الناجمة عن نشاط المؤسسة غير مرتبط بالقرارات المالية للمؤسسة أي أنه يحسب دون أخذ بالاعتبار المصاريف المالية، وهذا بافتراض أن المؤسسة تمول كلياً عن طريق الأموال الخاصة².

ومما سبق، يمثل التدفق النقدي تدفق صافي للخزينة يتم تحديده بالاعتماد على محاسبة أحادية القيد، ويمكن تحديده وفق العلاقة المبسطة أدناه³:

$$\text{التدفق النقدي} = \text{التدفق الداخلى} - \text{التدفق الخارج.}$$

ومن المنظور المحاسبي وانطلاقاً من نتيجة الاستغلال قبل الفوائد والضريبة يمكن حساب التدفق النقدي حسب العلاقة التالية⁴:

$$\begin{aligned} & \text{نتيجة الاستغلال قبل الفوائد والضريبة EBIT - الضريبة المصححة} \\ & = \text{نتيجة الاستغلال بعد تخفيض الضريبة المصححة + مخصصات الاهتلاكات} \\ & = \text{التدفق النقدي للاستغلال - تغير احتياجات رأس مال العامل (\Delta BFR) - تغير في الاستثمار} \\ & = \text{التدفق النقدي المتاح للمؤسسة.} \end{aligned}$$

تسمح لنا العلاقة الموضحة أعلاه بالتفريق بين القرارات الاستثمارية التي تدخل في حساب التدفق النقدي المتاح عن القرارات التمويلية التي لا تدخل في الحساب (المصاريف المالية) والتي تدخل في حساب معدل الاستحداث (تكلفة رأس المال)⁵.

ينبغي التنبيه أنه من الصعب تحديد تواريخ التدفقات الداخلية والخارجية في المؤسسة وهذا راجع لسببين:

- عدم انتهاج محاسبة ذات قيد مزدوج، أي هناك نواتج وأعباء لم تؤخذ بالحسبان؛
- طبيعة نشاط المؤسسة يعرضها إلى مجابهة بعض العمليات الاستثنائية.

ويتم عادة استعمال مفهوم التدفق النقدي لتغطية النقائص الناجمة عن استعمال مفهوم النتيجة كعامل للحكم على الوضعية المالية للمؤسسة.

¹ J.Y. Eglem et autres, Mecanismes Financiers de L'Entreprise, édition Montchrestien, 1991, p 107.

² Cherif. Mondher, Stéphane. Debruille, Opcit, 2009, p 10.

³ J.Y. Eglem et autres, Opcit, 1991, p 108.

⁴ Cherif. Mondher, Stéphane. Debruille, Opcit, 2009, p10.

⁵ Idem, p 10.

1-2/ ماهية الهامش الخام للتمويل الذاتي

يمثل الهامش الخام للتمويل الذاتي قدرة المؤسسة على تمويل عملياتها انطلاقاً من مواردها الذاتية المتأتية من نشاطها، ويتكون من الاهتلاكات، كل أو جزء من المؤونات والنتيجة الصافية بعد اقتطاع الضريبة، أما قدرة التمويل الذاتي فهي الفائض النقدي الناجم عن نشاط المؤسسة خلال الدورة المحاسبية¹ (قبل أي توزيع للأرباح).

وهناك وجهة نظر أخرى تعتبر الهامش الخام للتمويل الذاتي يساوي النواتج المتحصل عليها ناقص الأعباء المدفوعة.

مما سبق، فإن الطريقة البسيطة لحساب الهامش الخام للتمويل الذاتي، هي الطريقة التجميعية بدون أخذ في الحسبان بعض المتغيرات، بحيث يتم جمع الربح الصافي المحاسبي مع مخصصات الاهتلاكات، ومخصصات المؤونات ذات الطابع الاحتياطي، ومن ثم فإنه يمثل للمؤسسة إمكانية التمويل عن طريق نشاطها خلال الدورة المحاسبية.

1-3/ الفرق بين التدفق النقدي و الهامش الخام للتمويل الذاتي

ولتوضيح الفرق الموجود بين المفهومين، سنحاول في الجدول الموالي تلخيص مختلف أوجه الاختلاف بين المفهومين:

الجدول رقم: 01-03: الفرق بين التدفق النقدي و الهامش الخام للتمويل الذاتي

البيان	التدفق النقدي	الهامش الخام للتمويل الذاتي
الأساس	يمكن استخراج التدفق النقدي من محاسبة أحادية القيد.	يمكن استخراجه من محاسبة ذات القيد المزدوج.
الاستعمال	لحساب مردودية الاستثمار.	لحساب القدرة على التمويل الذاتي.
المواصفات	يمكن استحداثه.	لا يمكن استحداثه.
طريقة الحساب	مداخل - مصاريف للاستثمار ما في وقت t.	الربح الصافي + مخصصات الاهتلاك + مخصصات المؤونات ذات الطابع الاحتياطي.

المصدر: Patrice .Vizzavona, Gestion financière , analyse financière et prévisionnelle, , Berti éditions, 9^{eme} édition, 1999, P68.

¹ Kaouther. Jouaber. Snoussi, Marie- Joséphe. Rigobert, Finance d'Entreprise, édition Dunod, paris, 2010, p 6.

من الجدول السابق يظهر جليا بأن مفهوم التدفق النقدي متعلق أساسا بقياس مردودية الاستثمار وهذا بغية اتخاذ قرار قبول أو رفض الاستثمار، على عكس الهامش الخام للتمويل للمؤسسة الذي يمثل مدى قدرتها على تمويل نفسها بنفسها وهذا عن طريق الموارد الناجمة عن نشاطها.

بعد التطرق في هذه النقطة للتعريف المبسط للهامش الخام للتمويل الذاتي سيتم التطرق في النقطة الموالية إلى الإطار المفاهيمي لمفهوم قدرة التمويل الذاتي من حيث المفهوم وكيفية حسابه بأكثر دقة في المؤسسة.

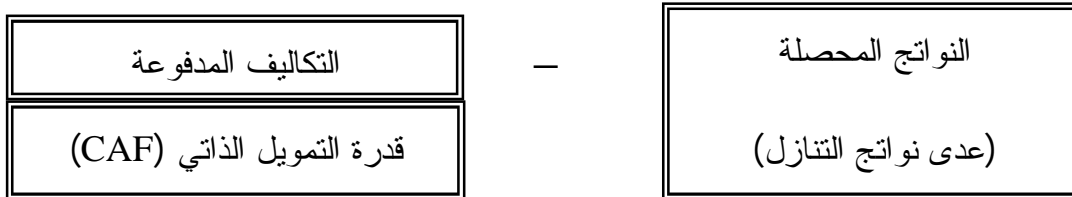
2/ قدرة التمويل الذاتي

تم اعتماد مفهوم قدرة التمويل الذاتي (CAF) لتعويض مفهوم الهامش الخام للتمويل الذاتي باعتباره الفائض النقدي الواجب أن تتحصل عليه المؤسسة عند كل عمليات التحصيل أو دفع الأموال التي يمكن أن تحدث مستقبلا¹، ولإعطاء نظرة عامة حول قدرة التمويل الذاتي من حيث المفهوم وطريقة حسابه سيتم التطرق إلى ما يلي:

2-1/ مفهوم قدرة التمويل الذاتي

تعتبر قدرة التمويل الذاتي التدفق الصافي للخرينة الناجم عن نشاط المؤسسة خلال دورة الاستغلال، والموجه لتمويلها الذاتي²، ويمكن تعريفه كذلك على أنه الفرق بين النواتج المتحصل عليها والتكاليف المدفوعة³.

وتمثل قدرة التمويل الذاتي الفائض المالي المحتمل الناجم عن نشاط المؤسسة خلال الدورة، بأخذ كل النواتج المحصلة عدا نواتج التنازل عن الاستثمارات وكل المصاريف المدفوعة⁴ وهذا حسب ما يوضحه الشكل الموالي:



المصدر: Gérard. Melyon, OPCIT, 2001, P 134

ويقصد بحساب كل المصاريف المدفوعة، أخذ في الحسبان كذلك المصاريف المالية والمصاريف الاستثنائية⁵.

¹ Georges. Depallens, Jean- pierre. Jobard, Opcit, 1997, P 832.

² Gérard. Melyon, Gestion Financière, édition Bréal, 2^{ème} édition, 2001, P 134.

³ G. Langlois, M. Mollet, Gestion Financière, édition Foucher, 1999, P79.

⁴ Hubert. de la Bruslerie, Analyse financière, Information financière Diagnostic et évaluation, 4 édition, Dunod, 2010, p176.

⁵ Idem, P 176.

يمكن توضيح ماهية قدرة التمويل الذاتي من خلال الملاحظات الموالية:

- تعتبر قدرة التمويل الذاتي (CAF) مؤشر نقدي مختلف عن نتيجة الدورة، الناتج عن الفرق بين النواتج الممكن تحصيلها والتكاليف الممكن دفعها (مع الأخذ بعين الاعتبار الضريبة على الأرباح)؛
 - تمثل قدرة التمويل الذاتي فائض نقدي محتمل ناجم عن نشاط المؤسسة¹؛
 - تعتبر قدرة التمويل الذاتي قيمة الموارد الإضافية الناجمة عن النشاط العام للمؤسسة والموجهة لتمويلها بعد اقتطاع الضريبة (تمويل استثماراتها والمخاطر التي تحقق بها)².
- فعند غياب توزيع الأرباح على المساهمين (وهذه الحالة بعيدة عن الواقع)، نتحصل على القيمة العظمى للتمويل الذاتي ألا وهي قدرة التمويل الذاتي.

2-2/ الطريقة المبسطة لتكوين قدرة التمويل الذاتي

في الحالة العامة يتم حساب قدرة التمويل الذاتي انطلاقاً من نتيجة الدورة حيث تعتبر هذه الطريقة بسيطة باعتبار هذه الأخيرة مؤشر محاسبي مهم في المؤسسة يتم تحديده نهاية كل دورة محاسبية، وهذه الطريقة تسمح بتوضيح مختلف العناصر المحاسبية التي تدخل في حساب قدرة التمويل الذاتي، ويمكن توضيح ذلك من خلال العلاقة الآتية³:

$$\text{النتيجة الصافية للدورة (BEN) + تكاليف أخرى غير نقدية (CNM)* - نواتج أخرى غير نقدية (PNM)**} = \text{قدرة التمويل الذاتي للدورة}$$

وهناك صيغة أخرى مختصرة لحساب قدرة التمويل الذاتي نجدها في أغلب المراجع الخاصة بمالية المؤسسة، ويمكن توضيحها من خلال العلاقة التالية:

$$\text{قدرة التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الصافية للمؤسسة} + \text{مخصصات الإهلاكات} + \text{مخصصات المؤنات} \\ \text{ذات الطابع الاحتياطي.}$$

ومن هذه العلاقة يظهر جلياً دور قدرة التمويل الذاتي في المؤسسة من منظور التخصيص المحاسبي لمحدداته حيث يسمح⁴:

- بتجديد الأصول (مخصصات الإهلاكات)؛
- تغطية الخسائر و الأخطار المحتملة (مخصصات المؤنات)؛

¹ Luc. Bernet-Rollande, *Pratique de l'Analyse Financière*, édition Dunod, paris, 2009, p 162.

² Martine. Haranger – Gauthier, May Helou, *Diagnostic Financier*, édition Hachette, paris, 2008, P 93.

³ G. Depallens, J-P. Jobard, *Opcit*, 1997, p 316.

⁴ Hubert. de la Bruslerie, *Opcit*, 2010, P 178.

- تطور و نمو المؤسسة (تخصيص الاحتياطات)؛
- دفع عوائد المساهمين (النتيجة الموزعة).

2-3/ طريقة حساب قدرة التمويل الذاتي

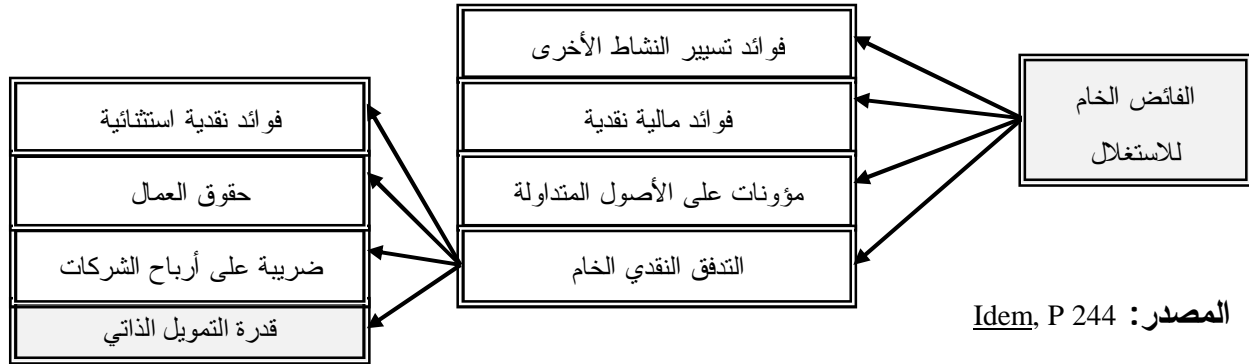
يمكن حساب قدرة التمويل الذاتي انطلاقا من مؤشرين هامين آلا وهما :

2-3-1/ انطلاقا من الفائض الخام للاستغلال

يتم حساب قدرة التمويل الذاتي انطلاقا من الفائض النقدي الناجم عن نشاط المؤسسة خلال الدورة المحاسبية، حيث يسمح بقياس الفعالية الاقتصادية للمؤسسة دون الأخذ بالحسبان العناصر المالية والاستثنائية.

وتظهر أهمية الفائض الخام للاستغلال في حساب قدرة التمويل الذاتي* كونه نقطة الانطلاق (amorce)، فهو يمثل رصيد كل العمليات الاستغلالية ذات الطابع النقدي التي تقوم بها المؤسسة باستثناء الإنتاج المخزن و الإنتاج المجمد (immobilisé)¹. ويمكن توضيح حساب قدرة التمويل الذاتي انطلاقا من الفائض الخام للاستغلال حسب الشكل التالي:

الشكل رقم: 01-04: تكوين CAF انطلاقا من EBE



تعرف طريقة حساب قدرة التمويل الذاتي انطلاقا من الفائض الخام للاستغلال "بالطريقة التنازلية" (Descendante)، وتتميز بإظهار مختلف العناصر التي تدخل في حساب قدرة التمويل الذاتي ويعاب عليها كونها صعبة الاستعمال مقارنة بالطريقة الثانية.

* قدرة التمويل الذاتي= الفائض الخام للاستغلال (EBE) + تحويل تكاليف الاستغلال (غير مخصصة) + نواتج أخرى للاستغلال - تكاليف أخرى للاستغلال - تكاليف أخرى للاستغلال + /- حصص العمليات المشتركة + النواتج المالية (باستثناء استرجاع المؤونات) - التكاليف المالية (باستثناء مخصصات الاهتلاكات و المؤونات المالية) + نواتج استثنائية(باستثناء نواتج التنازل عن الأصول، اعانات الاستثمار الموجهة لحساب النتيجة و استرجاع المؤونات) - تكاليف استثنائية (عدى القيمة الصافية المحاسبية للأصول المتنازل عنها و مخصصات الاستثنائية) - مشاركة أو مساهمة المستخدمين - الضريبة على أرباح الشركات. (Idem, p 177)

¹ Pierre. Conso, Farouk. Hemicic, Gestion financière de l'entreprise, édition Dunod ,10^{ème} édition, 2002, P 243.

2-3-2/ انطلاقا من النتيجة الصافية

رغم أن المنطق المالي يقضي بحساب قدرة التمويل الذاتي يكون انطلاقا من الفائض الخام للاستغلال (EBE)، فعادة يتم حسابه عن طريق النتيجة الصافية وهذا نظرا لكونها أكثر سهولة وتسمح بتوفير الوقت مقارنة مع سابقتها، لكنها في نفس الوقت تظهر بعض العيوب من أهمها عدم شرح العناصر التي تكون قدرة التمويل الذاتي (CAF)، ويتم حسابه من هذا المنطلق كما يلي:¹

قدرة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + مخصصات الاهتلاكات + مخصصات المؤونات (الاستغلال، المالية، الاستثنائية) - استرجاع المؤونات (الاستغلال، المالية، الاستثنائية) - نواتج التنازل عن الأصول - اعانات الاستثمار الموجهة لحساب النتيجة.

إن تخفيض فائض قيمة التنازل أو إضافة ناقص قيمة التنازل الموضح في العلاقة أعلاه (القيمة الصافية المحاسبية للأصول المتنازل عليها- نواتج التنازل عن الأصول) راجع أساسا إلى كون نواتج التنازل عن الاستثمارات تظهر عامة في الموارد الاستثنائية، لذلك لا يمكن حساب فائض أو ناقص قيمة التنازل مرتين (مرة في قدرة التمويل الذاتي، ومرة في الموارد الاستثنائية)².

3/ التمويل الذاتي

بعد التطرق في النقطة السابقة لمفهوم قدرة التمويل الذاتي، سيتم في هذه النقطة إعطاء نظرة شاملة حول مفهوم التمويل الذاتي باعتباره الجزء المتاح من قدرة التمويل الذاتي بعد توزيع الأرباح، فهو يسمح للمؤسسة من تحقيق درجة من الاستقلالية المالية، وسيتم توضيح ذلك من خلال النقاط التالية:

3-1/ تعريف التمويل الذاتي

يمثل التمويل الذاتي الفائض النقدي الصافي المتاح للمؤسسة بعد توزيع الأرباح، ونعني به الجزء المتاح لقدرة التمويل الذاتي³. ويمثل قيمة المورد الداخلي، الذي توجهه المؤسسة إلى تمويل استثماراتها.⁴

يتضح أن التمويل الذاتي ما هو إلا مصدر مالي وليد نشاط المؤسسة خلال الدورة المحاسبية، والتي تحتفظ به كادخار لتمويل عملياتها المستقبلية، ولا يمكن اعتبار النتيجة وحدها كمصدر لتمويل المؤسسة ذاتيا أو كمقياس لدرجة مردوديتها، نظرا لأن المؤسسة تستعمل طرق معينة في حساب الاهتلاكات وتخصص كذلك بعض المؤونات التي تؤثر على تحديد النتيجة النهائية للمؤسسة رغم أنها مصاريف لم تخصص فعليا، لذلك تعتبر إيراد للمؤسسة ينبغي أخذها بالحسبان في حساب هذا الفائض النقدي.

¹ Hubert. de la Bruslerie, *Opcit*, 2010, P 177.

² P. Vizzavona, *Opcit*, 1999, P 44.

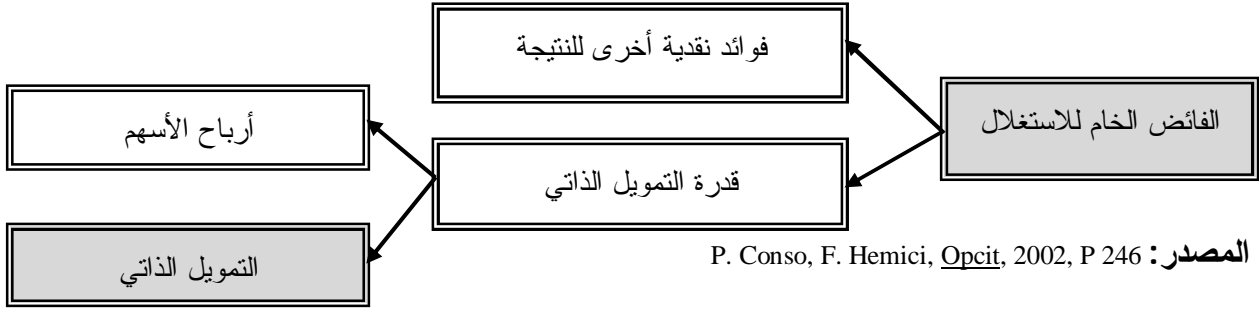
³ P. Conso, F. Hemici, *Opcit*, 2002, P 241.

⁴ Eric. Stepany, *Gestion Financière*, édition Economica, 2^{ème} édition, 2000, P 100.

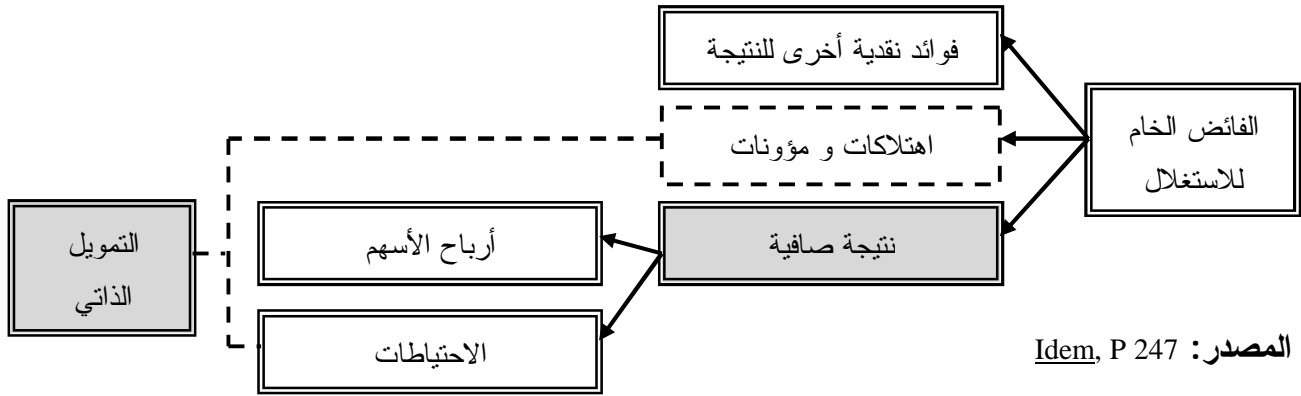
3-2/ كيفية حساب التمويل الذاتي

يمكن حساب التمويل الذاتي انطلاقاً من الفائض الخام للاستغلال و النتيجة الصافية¹، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكلين المواليين:

الشكل رقم: 01-05: تكوين التمويل الذاتي انطلاقاً من الفائض الخام للاستغلال



الشكل رقم: 01-06: تكوين التمويل الذاتي انطلاقاً من النتيجة الصافية



ويمكن تلخيص كل ما سبق حول طريقة حساب التمويل الذاتي من العلاقة المبسطة التالية (أي حساب التمويل الذاتي انطلاقاً من قدرة التمويل الذاتي)²:

$$\text{التمويل الذاتي (لهذه السنة)} = \text{قدرة التمويل الذاتي (لهذه السنة)} - \text{الأرباح الموزعة على المساهمين}$$

المطلب الثاني: دور وسياسية التمويل الذاتي

يرجع الاهتمام بالتمويل الذاتي كمورد من الموارد المالية الأساسية لما له من خصائص تميزه عن الموارد الأخرى، لذلك اختير كعامل يترجم الوضعية المالية للمؤسسة، وهذا من خلال الدور الذي يلعبه كمورد مهم فيها، لذا سيتم التطرق في هذا المطلب إلى تبيان الدور الاقتصادي و المالي للتمويل الذاتي، ثم في الأخير سيتم توضيح سياسة التمويل الذاتي في المؤسسة.

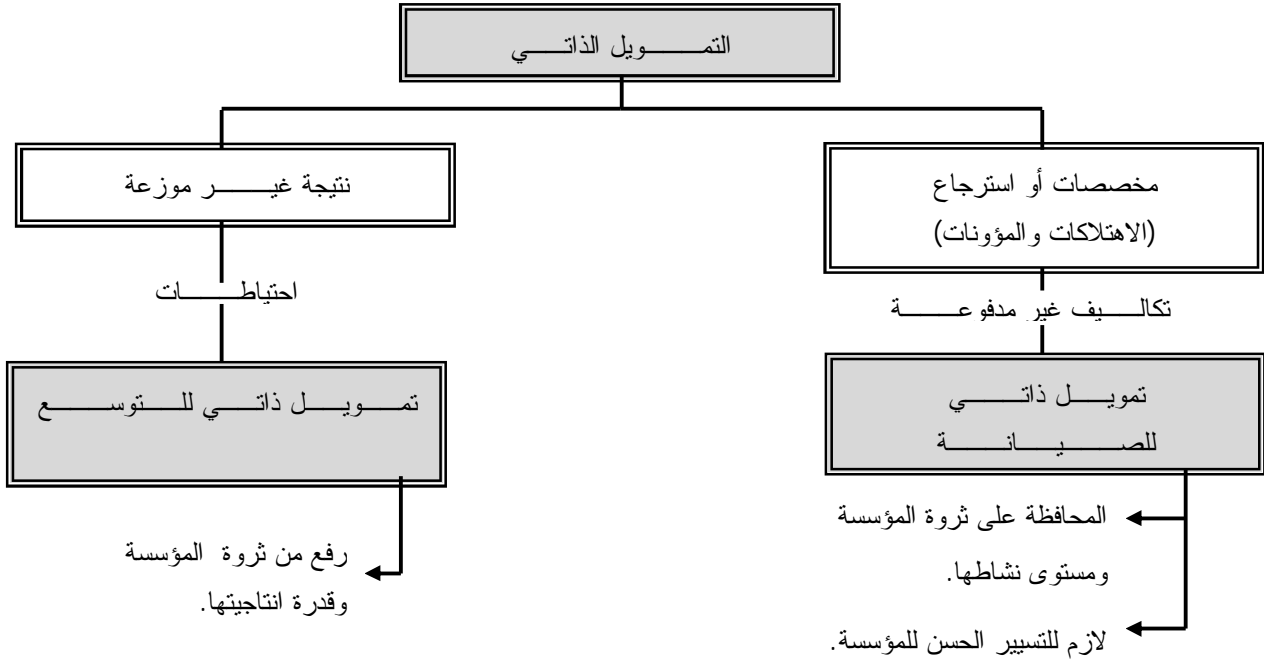
¹ Ibid, pp 246- 247.

² Hubert. de la Bruslerie, *Opcit*, 2010, P 175.

1/ الدور الاقتصادي للتمويل الذاتي

يحتل التمويل الذاتي مكانة خاصة بسبب الدور الذي يلعبه كمورد من موارد التمويل للمؤسسات مما يلزم فحص وقياس نسبة التمويل الذاتي في هيكل التمويل ومدى تغطية هذا الأخير لديون المؤسسة، وبدوره يساهم في تغييرات الاستثمارات ولكن هذه الأخيرة ليست مرتبطة بالتمويل الذاتي فحسب وإنما مرتبطة كذلك بقرارات المسيرين في اختيار مصادر تمويل مشاريعهم، فإذا اعتمد المسيرون على نسبة ضئيلة من التمويل الخارجي ونسبة كبيرة من التمويل الذاتي لتمويل مشاريعهم فيمكن دور التمويل الذاتي في التأثير على تغييرات الاستثمارات (حيازة على الاستثمارات)¹ أما إذا اعتمد المسيرون على نسبة كبيرة من التمويلات الخارجية ونسبة ضئيلة من التمويل الذاتي فيعتبر كمنظم لتغييرات الاستثمارات، ويمكن تلخيص الدور الاقتصادي للتمويل الذاتي من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم: 01-07: الدور الاقتصادي للتمويل الذاتي



المصدر: Idem, P68

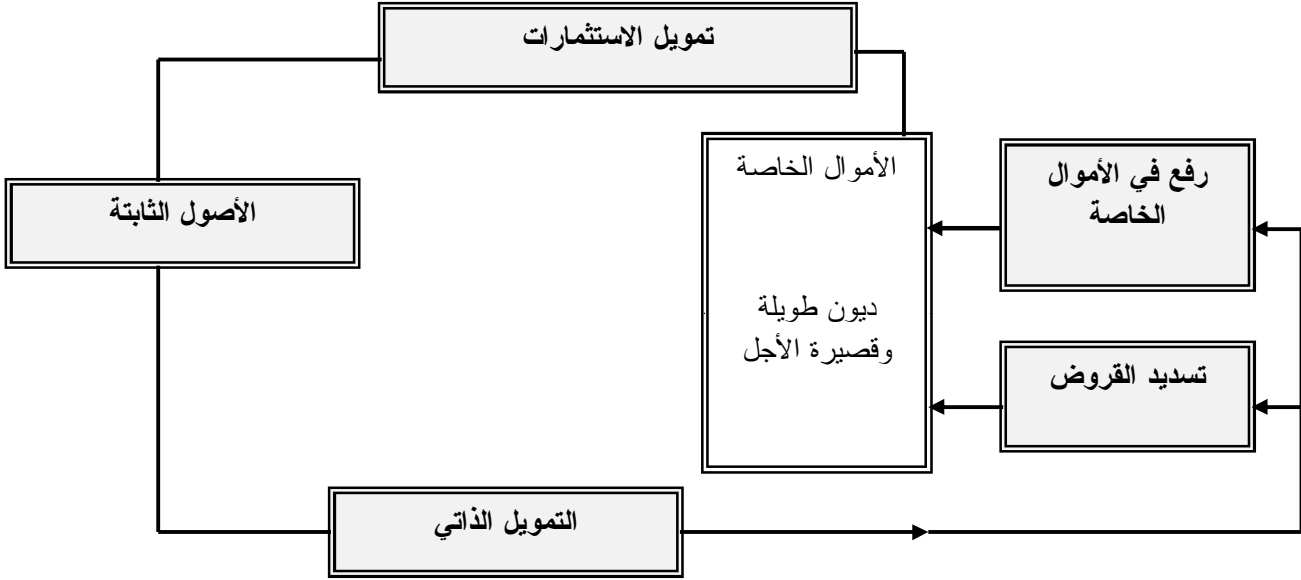
2/ الدور المالي للتمويل الذاتي

من المعروف أن التمويل الذاتي ليس مفهوم حديث العهد، ففكرة عدم استهلاك مجموع عوائد الاستغلال وإعادة استعمالها فكرة قديمة العهد (فمنذ القديم كان يخصص جزء من الدخل إلى الاستهلاك والجزء المتبقي يتم ادخاره لإعادة استثماره من جديد) حيث يجب استعمال هذه العوائد بإحكام لتحقيق هدفين تصب

¹ Béatrice et Francis. Grandguillot, *Analyse financière outils du diagnostic financier*, Gualino éditeur, 6^{ème} édition, 2002, P 68.

إليهما أغلب المؤسسات، ألا وهما الاستقرار و الاستقلالية، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل رقم 8-1.

الشكل رقم: 01-08: حلقة التمويل الذاتي



المصدر: E. Cohen, Gestion financière de l'entreprise et développement financier, édition Dief, 1991, P 202.

من الشكل السابق يتبين أن التمويل الذاتي وليد لنشاط المؤسسة فهو عتبة ضمان للاستقلالية وحالة التوازن والاستقرار الكافية في التمويل، لكن بالتأكيد توجد موارد أخرى مستقرة كالرفع في رأس مال أو قروض طويلة الأجل، لكن هذه الموارد لها علاقة وطيدة بالتمويل الذاتي، حيث يجب أن تكون نسبة مطمئنة للتمويل الذاتي لكي يمكن الحصول على الموارد الخارجية فهو يعطي ضمان للأطراف الخارجية (خاصة بالنسبة للمساهمين الجدد)، وبذلك يمثل نقطة انطلاق في التمويل¹.

كذلك يتضح أن التمويل الذاتي يعتبر مقياس لقدرة المؤسسة في إعادة تكوين الفائض النقدي الذي يسمح لها من تسديد ديونها، فالعلاقة بين الديون الطويلة والمتوسطة الأجل وقدرة التمويل الذاتي، هي التي تبين قدرة المؤسسة على السداد ويمكن صياغتها كما يلي²:

$$\text{قدرة السداد} = \frac{\text{ديون طويلة ومتوسطة الأجل (DMLT)}}{\text{قدرة التمويل الذاتي (CAF)}} > 3 \text{ أو } 4 \text{ سنوات}$$

¹ Idem, pp 198-202.

² Bruno. Bachy, Michel. Sion, Analyse Financière des Comptes Consolidés Norme IFRS, 2^{ème} édition, Dunod, paris, 2009, p 207.

هذه العلاقة تبين أن على المؤسسة أن تكون لها القدرة على تسديد قروضها الطويلة والمتوسطة الأجل عن طريق قدرة تمويلها الذاتي في مدة أقصاها 3 أو 4 سنوات، حيث أن المؤسسة عادة ما تسدد الدين لمدة متوسطة قدرها 6 أو 8 سنوات لذا لا يجب أن تخصص أكثر من نصف قدرة تمويلها الذاتي لتسديد القروض المتوسطة والطويلة الأجل لأن هناك استعمالات أساسية أخرى لقدرة التمويل الذاتي في المؤسسة ألا وهي تسديد عوائد المساهمين وتمويل الاستثمارات الجديدة.

فبالنسبة للمؤسسات التي تمثل نسبة سدادها أقل من سنتين فنقول أنها تملك قدرة سداد قوية، وبالتالي يمكن لها أن تطلب قروض جديدة وهذا دون وضعها في مأزق عدم تسديد ديونها الآجلة، وبالنسبة للمؤسسات التي تمثل قدرة سدادها أكثر من أربعة سنوات، فنقول أنها تملك قدرة سداد ضعيفة، فاللجوء إلى طلب ديون جديدة يثقل كاهلها ويدهور حالتها المالية، و يؤدي أيضا إلى تردد المقرضين في منحها ديون جديدة.

3/ سياسة التمويل الذاتي

يلعب التمويل الذاتي في المؤسسة دورا هاما باعتباره الطريق الناجع لتمكينها من تحقيق الاستقلالية، لذلك ينبغي إتباع المنهج الذي يؤمنها من الأخطار الممكن أن تواجهها مستقبلا، باعتبار أن بقائها في المحيط مرهون بنجاحاتها وحسن تسييرها.

أما من وجهة نظر المساهمين فهم يبحثون عن المردودية وعن الأرباح التي تحققها المؤسسة مادام لهم الحق في أخذ نصيب مما تدره المؤسسة من أرباح عن طريق معدل لتوزيع الذي يتغير من مؤسسة لأخرى، وهذا ما يؤثر حتما على قيمة للتمويل الذاتي في المؤسسة، حيث يكون هذا المعدل ضعيف جدا في المؤسسات التي لها درجة عالية من التطور « les Start-up » ومرتفع جدا بالنسبة للمؤسسات التي وصلت إلى مرحلة النضج. ففي سنة 2005، قدر المعدل المتوسط لتوزيع الأرباح في المؤسسات الأوروبية المصنفة في السوق المالي (البورصة) ب 45 % وهي نفس النسبة بالنسبة للمؤسسات الفرنسية¹.

ففكرة الاعتماد على التمويل الذاتي في عملية تجديد الطاقة الإنتاجية فكرة قديمة العهد، حيث كانت تعتمد أساسا على سياسة الاهتلاك لعملية التجديد، فيكفي للمؤسسة أن تغير آلة إنتاجية بأخرى تشبهها من حيث قدرتها في الإنتاج ونوعيتها، مما يضمن لها المحافظة على قوتها الإنتاجية وجدارتها في السوق، ولكن مع التطور السريع للتكنولوجيا الذي طبع الحياة الصناعية للمؤسسة وتغير المعطيات، والآلة المراد حيازتها لم تصبح طبق الأصل للآلة التي بحوزة المؤسسة، فهي باهظة الثمن لقدرتها الإنتاجية الأكبر والأكثر إتقان من حيث النوعية مما يجعل قسط الاهتلاك المخصص أقل بكثير من احتياجات التمويل. بالإضافة إلى أن هذه الأقساط لا تأخذ بالحسبان نسبة التضخم مما يضعف من قيمتها عند عملية التجديد.

¹ Nathalie. Toverdet - Popiolek-, Guide du Choix d'Investissement, édition d'organisation, Paris, 2006, p 293.

إن تجديد وسائل الإنتاجية بالاهتلاكات أصبح غير كاف و يستوجب زيادة قيمة الاهتلاكات بقيمة إضافية والتي لا يمكن أخذها إلا من الأرباح، وباعتبار أن هدف المؤسسة ليس المحافظة على الثروة التي تملكها فحسب، إذ أصبح له بعد آخر يركز عليه وهو رفع الثروة وهذا لا يتسنى إلا عن طريق الاحتياطات ومخصصات المؤونات.

لكي تتمكن المؤسسة من ربط احتياجاتها بنموها، فعليها أن تعيد استعمال جزء من أرباحها في تمويل استثماراتها مع تجنب تدمير المساهمين، وهذا عن طريق استعمال قواعد محكمة في التسيير. فالمؤسسة الناجعة هي تلك التي يكون نموها متزايد بإعطاء عوائد ضعيفة نسبيا للمساهمين على أن يتم رفعها بشكل منتظم، مما يعطي الاطمئنان للمساهمين على الوضعية المالية للمؤسسة، فإعادة استثمار الأرباح المحتجزة يؤدي إلى تزايد الأصول الاقتصادية للمؤسسة، ولا يمكن اعتبار هذا التزايد ايجابيا، إلا إذا عاد على المؤسسة بالفائدة.

المطلب الثالث: أهمية عناصر التمويل الذاتي

تختلف أهمية التمويل الذاتي من مؤسسة إلى أخرى، حيث نجده في مؤسسة محور مصادر تمويلها، وفي بعض المؤسسات الأخرى المورد المرتبط بالمصادر التمويلية الخارجية، حيث لا يعتبر التمويل الذاتي مكمل للموارد التمويلية الخارجية فحسب، بل يعتبر بدايته، لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى أهميته ، وفي الأخير سنحاول إعطاء تقييم لدوره في المؤسسة.

1/ أهمية التمويل الذاتي

إن التمويل الذاتي يؤثر ويتأثر بالمصادر التمويلية الأخرى هذا من جهة، وطرق حساب العناصر المكونة له من جهة أخرى، لذا سيتم التطرق في هذه النقطة إلى الأهمية المالية والاقتصادية للتمويل الذاتي والنظريات المؤيدة له*.

1-1/ الأهمية المالية و الاقتصادية للتمويل الذاتي

لا يعتبر التمويل الذاتي كشريك في التمويل فحسب بل يعتبر محور عملية التمويل. وتظهر الأهمية المالية له باعتباره نقطة انطلاق تمويل المؤسسة " l'amorce " فمن غير الممكن أن تحصل المؤسسة على موارد تمويلية خارجية من دون توفر قدرة تمويلية ذاتية أولية معتبرة، إذ يعتبر التمويل الذاتي الطريق الصحيح والناجع والاقتصادي الذي يسمح لها بالبقاء في السوق بقوة، هذا من جهة ومن جهة أخرى يسمح للمؤسسة من ضمان استقلاليتها مقارنة بالتمويلات الخارجية الأخرى.

* سيتم عرض بايجاز النظريات المؤيدة لسياسة التمويل الذاتي، حيث سيتم التفصيل في هذه النظريات في الفصل الثاني والثالث من هذا البحث والمتعلقان بالنظريات المفسرة لهيكل رأس المال.

و يمكن تلخيص أهمية التمويل الذاتي من خلال النقاط التالية:

- يسمح بتمويل عمليات المحافظة على الاستثمارات: صيانة الآلات، الاستبدال الجزئي للآلات المستهلكة؛
- يسمح بتمويل عمليات التوسع، والذي يمثل إضافة أصول (مباني آلات و أدوات) جديدة بغرض توسيع الطاقة الإنتاجية للمؤسسة؛
- تمويل الاستثمار التجاري، أي تمويل النفقات المخصصة للتسويق، وتوزيع منتجات المؤسسة؛
- يسمح بإعطاء ضمان لتسديد الديون إذ هو مقياس لقدرة المؤسسة على الاستدانة.

1-2/ النظريات المؤيدة لسياسة التمويل الذاتي

من أهم النظريات المشجعة لرفع قيمة التمويل الذاتي نذكر ما يلي:

أ/ نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل « POT »

من رواد التوجه الفكري (Myers, 1984) الذي أوضح أبعاد نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل (Pecking Order theory) من خلال النقاط التالية¹:

- تفضل المؤسسات الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي، المتمثلة في الأرباح المحتجزة ومخصصات الاهتلاك (التمويل الذاتي)؛
- تضع المؤسسات نسب مستهدفة للتوزيعات (Target dividend payout ratios) بناء على توقعاتها فيما يخص الفرص الاستثمارية المحتملة، وتوقعاتها بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، بعبارة أخرى تأخذ المؤسسات في الحسبان عند تحديد نسب الأرباح الموزعة أن تكون الأرباح المحتجزة ومخصصات الاهتلاك كافية لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة؛
- تتبع المؤسسات سياسة ثابتة بشأن التوزيعات، بمعنى أنها تتجنب أي تغييرات مفاجئة، خاصة تلك التي تؤدي إلى تدمير المساهمين وهذا من خلال تخفيض الأرباح الموزعة.
- إذا لم تكن حصيلة بيع الأوراق المالية إضافة إلى الموارد الذاتية التي يمكن توفيرها كافية لمواجهة الاحتياجات المالية، حينئذ تتجه المؤسسة أولاً نحو الاقتراض المباشر أو إصدار سندات تقليدية ثم بعد ذلك تتجه إلى إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم (convertible bonds).

من كل ما سبق فإنه إذا كان التمويل الذاتي يأتي في قمة سلم التفضيل، فإنه ولنفس الأسباب تأتي الأموال المقترضة في الدرجة الثانية، لأن إصدار السندات يلقي معارضة أقل كون تكلفته - الإصدار عادة ما تكون

¹ Steward. C. Myers, The Capital Structure Puzzle, The Journal of Finance, July 1984, p 581.

أقل مقارنة- بإصدار الأسهم وبناء عليه "يكون من الأفضل للمؤسسة أن تعطي الأولوية في التمويل بالأرباح المحتجزة بدلا من إصدار الأسهم عادية على أن تأتي الأموال المقترضة بينهما"¹.

ب/ نظرية عدم تماثل المعلومات

بناء على نظرية أفضلية مصادر التمويل يتضح جليا أن التمويل الذاتي يأتي في قمة سلم التفضيل، وهذا راجع إلى أن الاعتماد عليه لا يحمل المؤسسة أي تكاليف للإصدار، حيث توصل (Myers, 1984) إلى نظرية عدم تماثل المعلومات "Asymmetric information" التي وفرت مناخ ملائم لتفسير نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل²، حيث تم إظهار في هذه النظرية أهمية الاعتماد على التمويل الذاتي عوض اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة وهذا راجع إلى الإشارة المالية « Financial Signal » المترتبة عن إصدار أسهم جديدة، ويمكن تفسير ذلك من خلال ما يلي:

الحالة الأولى: القيمة السوقية للسهم العادي أقل مما ينبغي

إذا قامت المؤسسة بإصدار المزيد من الأسهم، فسيتم بيعها بذلك السعر المنخفض مما يضر مصالح المساهمين القدامى إذن ستتحول الثروة من الملاك القدامى إلى الملاك الجدد، لذا فمن المتوقع أن المؤسسة لن تقدم على تجسيد هذه الخطوة حتى و لو كلفها تضييع فرصة استثمارية مربحة.

الحالة الثانية: القيمة السوقية للسهم أكثر مما ينبغي

في هذه الحالة فإن إصدار أسهم بقيمة مرتفعة يعني انتقال الثروة من الملاك الجدد إلى الملاك القدامى، وباعتبار أن الملاك الجدد يعلمون أن الإدارة تعمل لصالح الملاك القدامى، فإن تفسيرهم لقرار الإدارة بإصدار أسهم الجديدة هو أنها تستهدف استغلالهم لصالح الملاك القدامى، وهكذا من المتوقع أن لا يلجأ المستثمرين المحتملين إلى شراء هذا النوع من الأسهم.

حتى إذا كانت الإدارة تتوقع أن قيمة الإصدارات الجديدة عادلة، فإن المساهمين الجدد يضلون يفسرون أن قيمة الأسهم مرتفعة لعدم توفرهم على المعلومات اللازمة مقارنة بالإدارة Asymmetry Information³، وأن الإدارة تسعى لاستغلالهم لصالح المساهمين القدامى، وعلى ضوء هذا التفسير فإنهم لن يقبلوا شراء الأسهم الجديدة رغم أن سعر الإصدار عادل.

هكذا فان نظرية عدم تماثل المعلومات أعطت دعم لنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، فاعتماد المؤسسة على التمويل الذاتي أو عن طريق إصدار سندات، هذا ما يجنبها الوقوع في المشاكل الناجمة عن

¹ منير. ابراهيم. الهندي، الفكر الحديث في مصادر التمويل، دار المعارف، الاسكندرية، 1996، ص 303.

² Voir : S.C. Myers and N.S. Majluf, Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do Not Have, Journal of Financial Economics, 1984, pp 187-220.

³ Joseph. E. Stiglitz & Bruce. C. Greenwald, Asymmetric Information and the new theory of the firm financial constraints and risk behavior, working paper n°3359, national bureau of economic research (NBER), Cambridge, May, 1990, p 11.

رفع رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة بسبب مشكل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة و المساهمين.

2/ تقييم التمويل الذاتي

سنقوم في هذه النقطة بدراسة مزايا و عيوب التمويل الذاتي ثم كيفية تقييم تكلفته.

2-1/ مزايا التمويل الذاتي

يمكن ذكر أهم مزايا استخدام التمويل الذاتي كما يلي¹:

- يعتبر المصدر الأول لتكوين رأس المال الطبيعي بأقل تكلفة ممكنة، حيث لا تتحمل المؤسسة من أجل الرفع من طاقتها أية أعباء، ذلك لأن استثماراتها يتم تمويلها بواسطة مدخراتها وهو الأمر الذي يقلل كثيرا من المخاطر المرتبطة بالاستثمارات الجديدة التي قد لا تحقق النتائج المنتظرة منها؛
- يعتبر المصدر التمويلي متاح بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك بالنظر إلى صعوبة إن لم يكن استحالة حصولها على الأموال من مصادر أخرى ذات طابع خارجي؛
- تمثل الاهتلاكات الجانب الأوفر من التمويل الذاتي، وباعتبارها تكاليف قابلة للخصم هذا ما يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي²؛
- يعطي تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق الأرباح المحققة لإدارة المؤسسة حرية الحركة ونسبة الاستقلال المالي الكلي عن أصحاب رؤوس الأموال الخارجية، حيث يدعم التمويل الذاتي المركز المالي للمؤسسة؛
- يستبعد التمويل الذاتي إمكانية تحمل أعباء تعاقدية من دفع فوائد أو تسديد الديون وهو ما يسمح للمؤسسة وبشكل دائم من تخفيض عملية اللجوء إلى الاستدانة؛
- يستطيع المساهمون عدم أخذ نصيبهم من الأرباح المحتجزة وهو الأمر الذي يسمح من استثمار تلك الأرباح المحتجزة.

2-2/ عيوب استخدام التمويل الذاتي

- إهمال تكلفته : كثيرا ما يخطأ في تقدير تكلفة التمويل الذاتي، حيث يعتبرها متخذ القرار معدومة³؛
- الاستعمال الدائم للتمويل الذاتي عن طريق حجز الأرباح قد يؤدي إلى عدم رضا المساهمين، فهدف المساهمين هو استقبال العوائد⁴؛

¹ محمد. براق، بورصة القسم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية، الجزء الأول، رسالة دكتوراه دولة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998، ص ص 58-59.

² Félix. Bogliolo, La Création de valeur, Edition d'organisation, Paris, 2000, p 124.

³ Norbert. Guedez, finance d'entreprise, édition organisation, Paris, 2001, p 374.

⁴ Béatrice et Francis. Grandguillot, Opcit, 2002, p 69.

- إن التمويل الذاتي يشكل زيادة في الموارد التمويلية للمؤسسة، لكنه لا يضمن زيادة في ثروة المساهمين إذا تم استعماله في تمويل مشاريع استثمارية ذات مردودية منخفضة؛
- إذا كان التمويل الذاتي يمثل الجزء الأكبر في الهيكلة المالية للمؤسسة، يمكن أن يوقع المؤسسة في التساهل بحيث يتم استعماله بدون دراسة معمقة في استثمارات ذات عائد منخفض، مما يؤدي حتما إلى إضرار القدرة التنافسية للمؤسسة مقارنة مع المنافسين.

2-3/ تكلفة التمويل الذاتي

باعتبار التمويل الذاتي الجزء غير الموزع من النتيجة، إذن هو مورد داخلي ناجم عن نشاط المؤسسة هذه الميزة لا تجعله موردا بدون تكلفة، حيث تعادل تكلفة التمويل الذاتي تكلفة الأموال الخاصة، فالتمويل الذاتي لا يمثل الأرباح غير موزعة فحسب بل يشمل كذلك مخصصات الاهتلاكات والمؤونات والتي لا تعتبر مورد معدوم التكلفة لأنها تمثل انخفاض في قيمة الأصول هذه الأخيرة قد مولت من قبل عن طريق الأموال الخاصة إذن هذه الموارد ليست بدون تكلفة¹.

ويمكن حساب تكلفة التمويل الذاتي بأخذ بالحسبان مفهوم مهم ألا وهو مفهوم الفرصة الضائعة حيث رغم أن التمويل الذاتي مورد ناجم عن نشاط المؤسسة فمن غير المعقول تبديده في مشاريع غير مربحة، فهناك فرصة ضائعة على المؤسسة، فلو قامت المؤسسة باستثمار هذا المورد في الأوراق المالية (أسهم، سندات) لسمح لها من تحقيق عوائد، لذلك لا يعتبر التمويل الذاتي موردا معدوم التكلفة حسب هذا المبدأ، ويجب أن يستثمر في مشاريع يكون عائدها أكبر من تكلفة رأس المال.

من كل ما سبق يعتبر التمويل الذاتي مورد متاح للمؤسسة الناجم عن نشاطها، هذا ما يعطيه صفة المورد المستقل، وله دورا اقتصاديا وماليا مهم حيث يسمح للمؤسسة من رفع قدرتها الإنتاجية عن طريق صيانة وتجديد الاستثمارات الموجودة، ومن المنظور المالي يسمح للمؤسسة من تحقيق قدرة سداد كافية تسمح لها من تحقيق الاستقلال المالي والإداري ويتم حسابه عادة انطلاقا من النتيجة الصافية ومخصصات الاهتلاكات والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي التي سيتم التفصيل فيها في المبحث الموالي.

¹ Norbert. Guedez, *Opcit*, 2001, p 374.

المبحث الثالث: محددات التمويل الذاتي

بعد دراسة في المبحث السابق مفهوم وأهمية التمويل الذاتي واستنتاج أنه المورد المتاح للمؤسسة الناجم عن نشاطها، وباعتبار الاهتلاك عنصر من العناصر الأساسية لتمويل الذاتي، كون لا يمكن تصور مؤسسة بدون استثمارات لذا ينبغي عليها رصد جزء من الأرباح السنوية كاهتلاك لكي يتسنى لها مواصلة نشاطها ، حيث يبقى تحت تصرف المؤسسة كتمويل ذاتي لصيانة وتجديد الاستثمارات، مما يجعله القيمة الدنيا للتمويل الذاتي. إضافة إلى الاهتلاكات يدخل في حساب التمويل الذاتي النتيجة الصافية التي تحققها المؤسسة بعد خصم الضرائب على الأرباح وتعتبر مورد مالي لا يستهان به بما أن النتيجة هي رصيد نشاط المؤسسة. يضاف إليهم مخصصات المؤونات التي تمثل مورد مالي للمؤسسة باعتبارها نفقات محتملة لم تدفع بعد، وتبقى في المؤسسة كتمويل ذاتي إلى حين صرفها فعليا، لذا سيتم تقسيم هذا المبحث إلى النقاط التالية :

المطلب الأول: مخصصات الاهتلاك

إن استعمال المؤسسة لأصول ثابتة واستخدامها باستمرار يؤدي إلى انخفاض قيمتها وقوتها الإنتاجية سنة بعد سنة لذا ينبغي على المؤسسة أن تحافظ على جزء من الأرباح السنوية بغية تجديد قدرتها الإنتاجية، فإن لم تخصص المؤسسة جزء من أرباحها لتجديد استثماراتها فتقوم بعملية التجديد من رأسمال المؤسسة، وتكرار هذه العملية عدة مرات يؤدي حتما إلى ضياع رأس المال ومن ثم ضياع المؤسسة ككل، لذا سنتطرق في هذا المطلب لدراسة ما يلي:

1/ مفهوم الاهتلاك

قسط الاهتلاك هو ذلك الجزء المقتطع من الربح لتجديد القدرة الإنتاجية للمؤسسة، ويمكن توضيح مفهومه من خلال ما يلي:

1-1/ تعريف الاهتلاك

يقصد بالاهتلاك الإثبات المحاسبي للتدني الذي يحدث في قيمة الاستثمارات بفضل الاستعمال والتقدم، سواء كانت تجهيزات إنتاجية أو تجهيزات اجتماعية...، فهي أصول مخصصة للعمل وليس لغرض البيع، ونتيجة لذلك تتناقص قيمتها مع الوقت تدريجيا ، وبعد فترة من الوقت تصبح المؤسسة مضطرة لتغييرها وذلك:¹

- لأن الاستثمار تآكل وأصبح إصلاحه غير ممكن؛
- لأن الاستثمار أصبح لا يستجيب لمتطلبات الاستغلال؛

¹ س. شبايكي، تقنيات المحاسبة حسب المخطط المحاسبي الوطني، ديوان المطبوعات الجامعية، 1993، ص ص 204-205.

- نتيجة ظهور أدوات إنتاج حديثة أكثر إنتاجية أو لأسباب أخرى.

ويمكن تعريف الاهتلاك كذلك على أنه التسديد المحاسبي للخسارة التي تتعرض لها الاستثمارات التي تتدهور قيمتها مع الزمن بهدف إظهارها في الميزانية بقيمتها الصافية¹، كما يعرف بأنه طريقة لتجديد الاستثمارات أي أن الهدف من حساب وتسجيل الاهتلاك هو ضمان تجديد الاستثمارات عند نهاية عمرها الإنتاجي، وذلك بحجز مبالغ سنوية من الأرباح، أي تحميل كل دورة بالعبء العائد لها إلى أن نحصل على القيمة الأصلية للاستثمار المعني².

ومن خلال التعاريف السابقة يتضح أن فكرة الاهتلاك قائمة على ظاهرتين، الأولى طبيعية تقوم على أساس أن الأصل يهتك بطبيعته عن طريق الاستعمال حتى يصبح استخدامه في الإنتاج عديم الجدوى، أما الظاهرة الاقتصادية راجعة إلى كون قيمة الأصل تأخذ في التناقص، حيث أصبحت قيمته أقل من القيمة التي كان عليها عند بدأ حياته أو راجع إلى ظهور تكنولوجيا جديدة أثرت على قيمته السوقية.

والجدير بالذكر أن حساب قسط الاهتلاك يعني حساب قيمة التدهور الذي طرأ على الأصل، ولكن في الواقع يتم تقسيم تكلفة الأصل على مدة حياته.

1-2/ كيفية تحديد قسط الاهتلاك

قد أجبر المشرع الاعتماد على مفهوم الاهتلاك حتى لو حققت المؤسسة خسارة وذلك لتحديد النقص أو الانخفاض الذي يطرأ على عناصر الاستثمار، فحسب المادة 718 من القانون التجاري "حتى في حالة انعدام أو عدم كفاية الأرباح، فإنه يشرع في الاستهلاكات وجمع المؤنات الضرورية لكي تكون الميزانية صحيحة"³.

ولتحديد قسط الاهتلاك ينبغي أخذ بعين الاعتبار عاملين أساسيين هما: قيمة الأصل و العمر الإنتاجي.

1-3/ دور الاهتلاك

يلعب الاهتلاك دورين مهمين في المؤسسة، الأول دور اقتصادي والمتمثل في الاستهلاك المتتالي للاستثمار، والثاني دور مالي والمتمثل في عملية إعادة تكوين رأس المال اللازم للاستثمار بهدف إعادة تجديده في نهاية حياته الإنتاجية⁴، حيث يتم حجز مبالغ سنوية من الأرباح، لذلك تبقى تحت تصرف المؤسسة كتمويل ذاتي حتى يحين موعد تجديد الاستثمار (يوم صرفها)⁵، ورغم أننا نجد قسط الاهتلاك

¹ م. بوتين، المحاسبة العامة للمؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1998، ص 200.

² نفس المرجع، ص 200.

³ المادة 718، القانون التجاري الجزائري، إصدار الأمانة العامة للحكومة، 2007، ص 218.

⁴ أ. طرطار، تقنيات المحاسبة العامة في المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1995، ص 180.

⁵ م. بوتين، مرجع سبق ذكره، 1998، ص 201.

في جانب التكاليف ضمن جدول حساب النتائج إلا أنها لا تعتبر تكاليف فعلية (تكاليف لم يتم دفعها)¹. هذا ما يفسر وجودها في علاقة التمويل الذاتي كمورد مالي إلى حين موعد صرفها.

ويمكن تلخيص الأسباب الجوهرية لحساب قسط الاهتلاك من خلال النقاط التالية :

- إظهار التكاليف والأرباح على حقيقتها، حيث يجب أن يتحمل الربح مقدار النقص الناجم عن تآكل الأصل الاستثماري من جراء الاستعمال؛
- المحافظة على رأسمال المؤسسة بحيث لا يتم استعمال هذا الأخير في عملية تجديد الاستثمارات بل ينبغي حجز جزء من الأرباح السنوية على شكل أقساط الاهتلاك لكي تستعملها عند نهاية حياة الاستثمار لتجديده وبذلك تحافظ على رأس المال سليماً؛
- تقييد الاستثمارات بقيمتها الحقيقية في الميزانية، حتى تظهر الميزانية الوضعية الحقيقية لأصول المؤسسة.

2/ طرق حساب الاهتلاك

مما سبق يظهر أنه يمكن حساب قسط الاهتلاك بالاعتماد على قيمة الأصل ومعدل الاهتلاك أو العمر الإنتاجي للاستثمار، ولحساب هذا القسط هناك عدة طرق يمكن تلخيصها فيما يلي:^{*}

قامت الجزائر بتغيير المخطط المحاسبي الوطني بتبني مخطط محاسبي جديد يعرف بالنظام المحاسبي المالي (SCF)، فحسب معايير المحاسبة الدولية فيما يخص حساب أقساط الاهتلاك فإنها تفضل المنظور الاقتصادي للاهتلاك على المنظور المحاسبي، وهذا وفق المعيار رقم 16 « IAS16 » الذي ينص أن " قيمة الأصل القابل للاهتلاك يجب أن يوزع حسب مدة المنفعة، وطريقة الاهتلاك المتبعة يجب أن تظهر أن المنفعة الاقتصادية المستقبلية للأصل تم استهلاكها من طرف المؤسسة"².

وتم تبني حسب النظام المحاسبي المالي عدة طرق للاهتلاك، بحيث عرف الاهتلاك على أنه انعكاس تطور استهلاك الكيان (الاستثمار) للمنافع الاقتصادية التي يدرها ذلك الأصل، وتم تقسيم طرق الاهتلاك إلى الطرق الآتية³ :

- الاهتلاك الخطي يقود إلى عبئ ثابت خلال المدة النفعية للأصل؛

¹ Ali. Gormilis, Chantal. Poty, *Comptabilité Financière*, édition Dunod, 1998, p93.

^{*} سيتم توضيح طرق الاهتلاك المعتمدة في المخطط المحاسبي الوطني PCN، وهذا راجع إلى أن الإدارة الجبائية تتبنى هاته الطرق حسب المادة 174 من قانون الضرائب المباشرة، ونظرا لأهمية التأثير الجبائي فيما يخص الاهتلاكات على سياسة التمويل الذاتي للمؤسسة، سيتم إيضاح بإيجاز الطرق الجديدة المتبناة حسب المخطط المحاسبي المالي الجديد « SCF » الذي يقسمها مثل PCN: طريقة الاهتلاك الثابتة، طريقة الاهتلاك المتناقص إضافة إلى طريقة الاهتلاك المترابطة.

² Bruno. Bachy, Michel. Sion, *Opcit*, 2009, p110.

³ قرار يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، المؤرخ في 26 جويلية 2008، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 19، 25 مارس سنة 2009، ص 9.

- الطريقة المتناقصة تؤدي إلى عبء متناقص خلال المدة النفعية للأصل؛
- طريقة وحدات الإنتاج يترتب عليها عبء يقوم على الاستعمال أو الإنتاج المنتظر من الأصل، أي حسب هذه الطريقة فإن قسط الاهتلاك يتناسب طرديًا مع الإنتاج المنتظر، حيث يكون قسط الاهتلاك الأكبر في السنة التي يتوقع تحقيق إنتاج كبير ومن ثم عائد كبير.

وتطبيقا للمعايير المحاسبية الدولية فإنها تفتح للمؤسسات حيز كبير للاختيار وتغيير طريقة الاهتلاك التي تتماشى مع السياسة الإنتاجية للمؤسسة، حيث تسمح للمؤسسات من إعادة تقييم جدول اهتلاك أصل ما وهذا إذا أعيد تقييم المدة النفعية للأصل أو تغيير طريقة الاهتلاك المستعملة¹.

ويمكن تلخيص طرق الاهتلاك المستعملة عادة (التي يقبل خصمها من الوعاء الضريبي حسب التشريع الجبائي الجزائري) في الطرق التالية:

2-1/ طريقة الاهتلاك الثابت

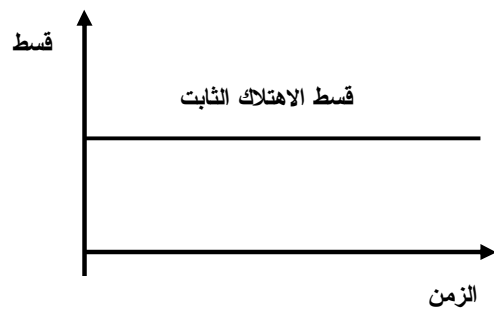
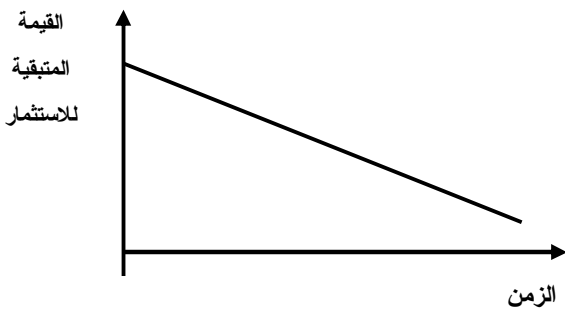
يطلق عليها كذلك طريقة الاهتلاك الخطي، وتعتبر هذه الطريقة من الطرق الأكثر استعمالا لسهولة تطبيقها، حيث يتم تقسيم قيمة الأصل على مدة حياته، أي تحميل كل سنة بجزء متساوي من قيمة الأصل القابل للاهتلاك، وهذا حسب العلاقة الآتية²:

$$\text{قسط الاهتلاك}^* = \frac{1}{N} \times V_0$$

ويمكن توضيح تطور قسط الاهتلاك والقيمة المتبقية للأصل باستعمال طريقة الاهتلاك الخطي من خلال الشكلين الآتيين:

الشكل رقم: 01-10: يبين تغير القيمة المتبقية للاستثمار بطريقة الاهتلاك الثابت

الشكل رقم: 01-09: يوضح تغير قسط الاهتلاك باستعمال طريقة الاهتلاك الثابت



المصدر: Idem, p 146.

¹ Bruno. Bachy, Michel. Sion, Opcit, 2009, p 110.

² Stéphane. Griffiths, Comptabilité Générale, édition Vuibert, 2^{ème} édition, 1998, p 146.

* حيث: V_0 : القيمة الأصلية للاستثمار، N : مدة حياة الاستثمار (بالسنوات)، $\frac{1}{N}$: معدل ثابت للاهتلاك.

2-2/ طريقة الاهتلاك المتزايد

هذا النوع من الاهتلاك قليل الاستعمال لأنه نادراً ما يتماشى مع أي وضعية اقتصادية للمؤسسة ويمكن تبرير استعماله بالنسبة للاستثمارات المتحصل عليها عن طريق الأموال المقترضة، كونها مسددة بدفعات ثابتة وهذا بغية التسيير الأمثل لخزينة المؤسسة¹.

ويتم حساب قسط الاهتلاك من خلال العلاقة التالية:²

$$\text{قسط الاهتلاك}^* = \frac{\text{قيمة الأصل} \times \text{مدة استعمال الأصل} \times 2}{n \times (n+1)}$$

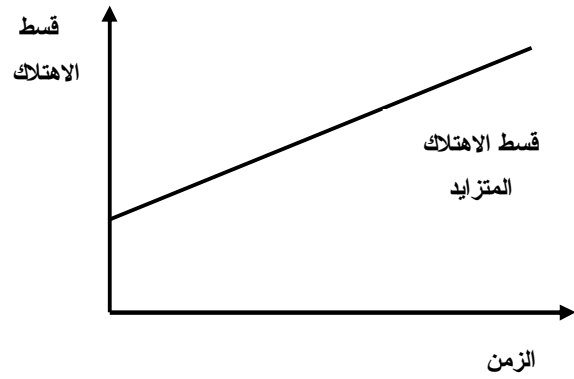
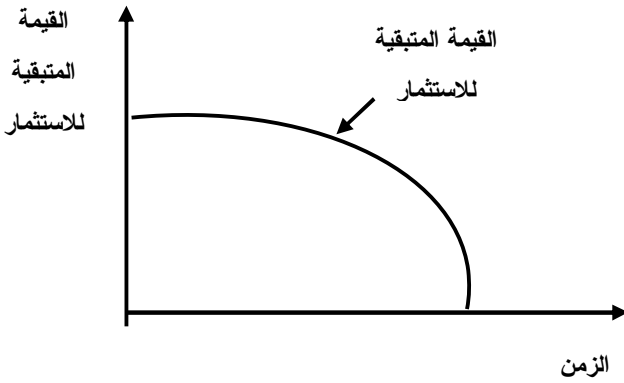
ويمكن توضيح تطور قسط الاهتلاك والقيمة المتبقية للاستثمار بطريقة الاهتلاك المتزايد من خلال الشكلين الآتيين :

الشكل رقم: 01-12: يبين تغير القيمة المتبقية

للاستثمار بطريقة الاهتلاك المتزايد

الشكل رقم: 01-11: يبين تغير قسط الاهتلاك

بطريقة الاهتلاك المتزايد



المصدر: تم اعداده انطلاقاً من المعطيات السابقة.

2-3/ طريقة الاهتلاك المتناقص

تعتبر طريقة الاهتلاك المتناقص من طرق الاهتلاك التي تتماشى مع الوضعية الاقتصادية للمؤسسة وهذا راجع إلى أن التطور التكنولوجي يؤدي إلى تدهور قيمة الاستثمارات بسرعة، لذا على المؤسسة انتهاز طريقة الاهتلاك المثلى التي تسمح لها من تجديد استثماراتها في أقرب وقت ممكن بغية المحافظة على قدرتها الإنتاجية، هذه الطريقة تعرف بالاهتلاك المتناقص، حيث تكون أكبر أقساط الاهتلاك في السنوات الأولى للاستثمار، مما يسمح للمؤسسة من رفع قدرتها التمويلية وإحلال استثماراتها المتردية باستثمارات جديدة مما يحافظ حتما على قدرتها التنافسية.

¹ Abdellah. Boughaba, *Comptabilité Générale Approfondie*, édition Berti, 2^{ème} édition, 2003, p 218.

² Ahmed. Sadou, *Comptabilité Générale*, édition Berti, 2002, p 240.

* مع: n: يمثل عدد سنوات الاهتلاك، $\frac{n \times (n+1)}{2}$: يمثل مجموع أعداد سنوات الاهتلاك.

ويمكن توضيح بعض طرق الاهتلاك المتناقص على سبيل المثال لا الحصر من خلال الطرق الآتية:

2-3-1 الاهتلاك المتناقص بالمعاملات

يتم حساب قسط الاهتلاك بهاته الطريقة انطلاقاً من القيمة المتبقية للأصل لا من التكلفة الأصل، وذلك بضرب معدل الاهتلاك الذي نحصل عليه بطريقة قسط الاهتلاك الثابت في أحد المعاملات الآتية:¹

1.5 : إذا كانت مدة حياة الاستثمار 03 سنوات أو 04 سنوات؛

2 : إذا كانت مدة حياة الاستثمار 5 سنوات أو 6 سنوات؛

2.5 : إذا كانت مدة حياة الاستثمار أكبر من 06 سنوات*.

وعند استعمال هذه الطريقة نلاحظ أن حساب قسط الاهتلاك يستمر حتى بعد نهاية حياة الاستثمار طالما هناك قيمة متبقية للاستثمار في نهاية السنة، ولذلك يتم استعمال قسط الاهتلاك الثابت للسنوات الأخيرة للاستثمار، وذلك حين تكون نسبة الاهتلاك المتناقص تساوي أو تقل عن نسبة الاهتلاك الثابت للمدة المتبقية².

2-3-2 طريقة مجموع أرقام السنوات (SYD) « Sum-of-Years Digits »

تعتمد هذه الطريقة على أساس توزيع تكلفة الأصل بمعدل مرتفع في السنوات الأولى على أن يتناقص تدريجياً في السنوات الأخرى، ويتم تحديد نسبة الاهتلاك بهذه الطريقة باستخدام الكسر، حيث نجد في القسط الأول في البسط " عمر الاستثمار"³، أما في القسط الثاني " عمر الاستثمار -1 " وهكذا، أما في المقام نضع مجموع أرقام سنوات الحياة الإنتاجية ويتم ضرب هذه النسبة في قيمة الأصل الاستثماري لتحديد قسط الاهتلاك، ويمكن توضيح ذلك من العلاقة الآتية** :

$$Amt_t = \frac{n-(t-1)}{s} \times I_0$$

$$Amt_t = \frac{n+1-t}{(n+1)n} \times I_0 = \frac{2(n+1-t)}{(n+1)n} \times I_0$$

ملاحظة: إن طريقة مجموع أرقام السنوات هي عكس تماماً طريقة الاهتلاك المتزايد المذكور سالفاً.

¹ س. شبايكي، مرجع سبق ذكره، 1993، ص 207.

* تجدر الإشارة أنه في فرنسا تم تغيير هاته المعاملات في سنة 2001 بتبني المعاملات الآتية : 1.25 عوض 1.5 و 1.75 عوض 2 و 2.25 عوض 2.5 أما الاستثمارات المتعلقة بالطاقة التي تتأثر كثيراً بالتطور التكنولوجي والمخاطرة، فالمعاملات المستعملة هي 2 و 2.5 و 3.

² Béatrice et Francis. Grandguillot, *Comptabilité Générale Principes Généraux*, Gualino éditeur, 6^{ème} édition, France, 2002, p 150.

³ خيرت ضيف ومحمد شوفي شادي، المحاسبة المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر، 1983، ص ص 164-165.

** حيث: n: عمر حياة الأصل، I₀: القيمة الأصلية للاستثمار، Amt_t: قسط الاهتلاك في الفترة t، S: مجموع أرقام السنوات = $\frac{n(n+1)}{2}$.

2-3-3 / طريقة مضاعف الاهتلاك الخطي (DDB) « Double Decting balance »

تشبه هذه الطريقة كثيرا طريقة الاهتلاك المتناقص بالمعاملات، إلا أنها تستعمل معامل واحد هو "2"، أي يتم ضرب نسبة الاهتلاك الثابت $2 \times$ ، ويتم تحديد قسط الاهتلاك بهاته الطريقة حسب العلاقة الآتية* :

$$Amt_t = (I_0 - \sum_{i=0}^K Amt_i) \times \frac{2}{n}$$

تجدر الإشارة أننا نستعمل نفس الملاحظة المطبقة لطريقة الاهتلاك المتناقص للمعاملات بالنسبة للسنوات الأخيرة، أي تطبيق معدل الاهتلاك الثابت.

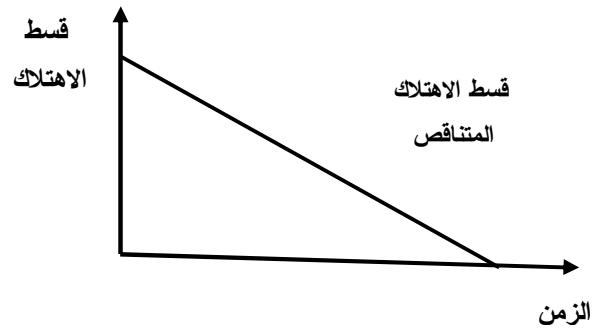
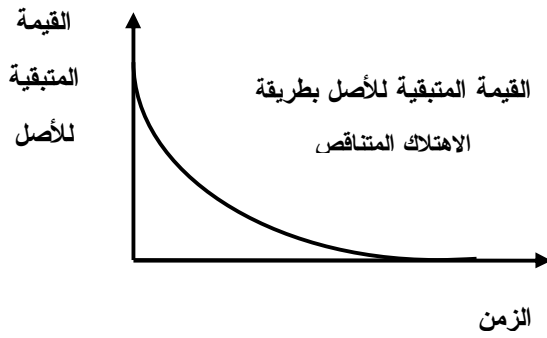
وفي الأخير يمكن توضيح تغيير قسط الاهتلاك والقيمة المتبقية للاستثمار بطريقة الاهتلاك المتناقص من خلال الشكلين المواليين:

الشكل رقم: 01-14: يبين تغير القيمة المتبقية

الشكل رقم: 01-13: يبين تغير قسط الاهتلاك

للاستثمار بطريقة الاهتلاك المتناقص

بطريقة الاهتلاك المتناقص



المصدر: Stéphane. Griffiths, *Opcit*, 1998, p 148.

3 / أثر زيادة قيمة الاهتلاك على التمويل الذاتي

عدة دراسات في المالية أعطت أهمية معتبرة للاهتلاك وتأثيره الفعال على سياسة التمويل في المؤسسة من حيث الاقتصاد الضريبي باعتباره مصاريف واجبة الخصم من الوعاء الضريبي، حيث لا ينجم الاقتصاد الضريبي عن المصاريف المالية فحسب كما أظهرتها دراسة مدكلياني و ميلر سنة 1963¹، وهذا بافتراض أن السياسة الاستثمارية في المؤسسة مستقلة عن السياسة التمويلية، أي أن المؤسسة تلجأ إلى سياسة المديونية للاستفادة من الاقتصاد الضريبي الناجم عنها دون النظر إلى السياسة الاستثمارية، لكن عدة دراسات نذكر منها (De Angelo and Masulis 1980) أظهرت أهمية الاقتصاد الضريبي الناجم

* n: عمر حياة الاستثمار، I_0 : المبلغ الأصلي للاستثمار، Amt_t : قسط الاهتلاك للفترة t، $\frac{2}{n}$: معدل نسبة الاهتلاك (مضاعف الاهتلاك الثابت)، $Amt_0 = 0$.

¹ F. Modigliani and M. H. Miller, *Corporate Incom Taxes and cost of capital: A correction*, American Economic Review, Vol 53, N:3, 1963, pp 433-443.

عن قسط الاهتلاك باعتباره مصاريف وهمية قابلة للخصم من الوعاء الضريبي وبذلك شككت هذه الدراسات في فرضية استقلال القرارات التمويلية للمؤسسة عن قراراتها الاستثمارية، لذلك تعتبر السياسة الاستثمارية للمؤسسة مرتبطة بسياستها المالية، حيث أن الاقتصاد الضريبي الناجم عن قسط الاهتلاك يسمح للمؤسسة من رفع قيمة التمويل الذاتي مما يسمح بتجديد الاستثمار¹.

ويمكن توضيح أثر زيادة الاهتلاك على التمويل الذاتي من خلال العلاقات التالية:

$$AF = RES + DAMT + DPROV \dots \dots \dots (1)^*$$

ويمكن إيجاد النتيجة الصافية بعد توزيع الأرباح من خلال العلاقة التالية**:

$$RES = (RT - CT - DAMT)(1 - \tau) - BEND \dots \dots \dots (2)$$

إن المؤسسة بعد حساب مختلف النواتج العادية والاستثنائية والتكاليف العادية والاستثنائية تخضع إلى الضريبة على أرباح الشركات لكي نتحصل على النتيجة الصافية قبل توزيع الأرباح².

وبتعويض العلاقة 2 في 1 نجد:

$$AF = ((RT - CT - DAMT)(1 - \tau) - BEND) + DAMT + DPROV \dots \dots \dots (3)$$

بافتراض زيادة قسط الاهتلاك بقيمة $\Delta DAMT$ مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة سيؤثر ذلك على قيمة التمويل الذاتي كما يلي :

$$DAMT' = DAMT + \Delta DAMT \dots \dots \dots (4)$$

$DAMT'$: قيمة قسط الاهتلاك الجديد.

$\Delta DAMT$: قيمة التغير في قسط الاهتلاك.

ويمكن حساب قيمة التمويل الذاتي الجديد (AF') بتعويض (4) في (3) فنجد:

$$AF' = ((RT - CT - DAMT')(1 - \tau) - BEND) + DAMT' + DPROV$$

$$AF' = ((RT - CT - (DAMT + \Delta DAMT))(1 - \tau) - BEND) + DAMT + \Delta DAMT + DPROV$$

$$AF' = ((RT - CT - DAMT)(1 - \tau) - BEND) - \Delta DAMT + \tau \Delta DAMT + DAMT + \Delta DAMT + DPROV$$

$$AF' = \underbrace{((RT - CT - DAMT)(1 - \tau) - BEND) + DAMT + DPROV}_{AF} + \tau \Delta DAMT$$

¹ م. بوتين، مرجع سبق ذكره، 1998، ص 201.

* تم أخذ العناصر الأساسية في حساب التمويل الذاتي فحسب، وهذا بغية تسهيل العلاقة وعدم أخذ العناصر الاستثنائية مثل القيمة المحاسبية للأصول المتنازل عليها، حيث: AF : التمويل الذاتي، RES : النتيجة الصافية بعد توزيع الأرباح، $DAMT$: قسط الاهتلاك، $DPROV$: المؤونات ذات الطابع الإحتياطي.

** مع: RT : النواتج، CT : التكاليف دون الاهتلاكات، τ : معدل الضريبة على أرباح الشركات، $BEND$: الأرباح الموزعة على المساهمين.

² Jean - Baptiste .Tournier, Jean - Claude. Tournier, Evaluation d'Entreprise, édition d'organisation, 4^{ème} édition, 2007, p 109.

$$AF' = AF + \tau \Delta DAMT \dots \dots \dots (5)*$$

حيث AF' : قيمة التمويل الذاتي عند قسط الاهتلاك $DAMT'$.

من العلاقة رقم (5) يمكن ملاحظة أن زيادة التمويل الذاتي بقيمة $\Delta DAMT$ وبقاء النتيجة الإجمالية موجبة، يؤدي ذلك إلى زيادة التمويل الذاتي بقيمة $\tau * \Delta DAMT$ وهذا ما يعرف بالاقتصاد الضريبي المشار إليه سابقا في دراسة (Fama et French, 2000)، إذن زيادة الاهتلاكات بقيمة α تسمح بزيادة التمويل الذاتي بقيمة $\tau * \alpha$ وهذا عندما تكون $RES' > 0$.

مع: Res' : النتيجة الإجمالية بقيمة الاهتلاكات الجديدة.

يتم حساب قسط الاهتلاك من الجانب الجبائي على أساس التكلفة التاريخية للاستثمار، لكن استخدام القيمة السوقية كأساس لحساب قسط الاهتلاك يعطينا أكثر واقعية، فالاعتماد على التكلفة التاريخية خاصة في مرحلة تشهد ارتفاع ملحوظ في الأسعار يؤدي إلى زيادة الضرائب ومنه انخفاض النتيجة وقيمة التمويل الذاتي وهذا ما يعاب على استخدام الاهتلاكات على أساس التكلفة التاريخية، لذا سيتم في النقطة الموالية المفاضلة بين مختلف طرق الاهتلاك آخذين بعين الاعتبار تكلفة هذه الأخيرة (تكلفة رأس المال).

4/ المفاضلة بين مختلف طرق الاهتلاك

كما لاحظنا سابقا أن الزيادة في قيمة الاهتلاكات بقيمة $\Delta DAMT$ تسمح بزيادة قيمة التمويل الذاتي بقيمة $\tau * \Delta DAMT$ إذا بقيت النتيجة الإجمالية موجبة (أي يبقى ربح خاضع للضريبة)، لذا سنتطرق إلى المفاضلة بين مختلف طرق الاهتلاك آخذين بعين الاعتبار تكلفة هذا الأخير (تكلفة رأس المال)، فإذا لم نعط اهتماما لهذه التكلفة فإن استخدام أي طريقة من طرق حساب الاهتلاك تؤدي بنا لإيجاد نفس قيمة التمويل الذاتي، وهذا عبر حياة الاستثمار (بافتراض ثبات العوامل المؤثرة على التمويل الذاتي) ويمكن توضيح ذلك من خلال العلاقة التالية:

$$\sum_{t=1}^n DAMT_{SYD} = \sum_{t=1}^n DAMT_{DDB} = \sum_{t=1}^n DAMT_D = \sum_{t=1}^n DAMT_L = I_0 \dots \dots \dots (01)$$

نعلم أن أي زيادة في قيمة الاهتلاكات بقيمة α تؤدي إلى زيادة قيمة التمويل الذاتي ب $\tau \alpha$ إذن فمهما اختلفت طرق الاهتلاك فإن الزيادة تكون كما يلي :

$$\tau \sum_{t=1}^n DAMT_{SYD} = \tau \sum_{t=1}^n DAMT_{DDB} = \tau \sum_{t=1}^n DAMT_D = \tau \sum_{t=1}^n DAMT_L = \tau I_0 \dots \dots \dots (02)$$

من العلاقة رقم (2) نجد أن كل طرق الاهتلاك تساهم نفس المساهمة في قيمة قدرة التمويل الذاتي وهذا خلال كل حياة الاستثمار بقيمة τI_0 وهذا بافتراض النتيجة الإجمالية للمؤسسة موجبة، إذن فإن الحصيلة

* هذه العلاقة صحيحة فقط عندما تكون الزيادة في قيمة قسط الاهتلاك تبقى النتيجة الإجمالية موجبة، أي هناك اقتصاد ضريبي بقيمة $\tau \Delta DAMT$. أما إذا أصبحت النتيجة الإجمالية سالبة فسيتم توضيح أثر ذلك على العلاقة رقم (05) من خلال الملحق رقم (1).

النهائية واحدة لكل من الضريبة والربح والتدفق النقدي بغض النظر عن أية طريقة اهتلاك متبعة إلا أن طريقة الاهتلاك السريع لها ميزة لصالح المؤسسة إذا ما أخذنا بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود حيث تكون ميزة الاهتلاك في السنوات الأولى عالية ويكون الربح نتيجة لذلك منخفضا وكذلك الضريبة. فالاهتلاك السريع يؤدي إلى تأجيل دفع الضريبة لمواعيد أو فترات لاحقة، وهذا يعني حصول المؤسسة على قرض دون فوائد من إدارة الجباية ويستمر لحين دفعه في السنوات اللاحقة من خلال ضريبة أعلى، ويمكن أيضا للمؤسسة استخدام الاقتصاد المحقق في تسديد القروض¹.

منه فإن التقييم الأمثل لأقساط الاهتلاك هو الأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن باستعمال معيار القيمة الحالية، بغية اختيار طريقة الاهتلاك التي تعظم القيمة الحالية لأقساط الاهتلاك مما يؤدي إلى تعظيم القيمة الحالية للتمويل الذاتي، وهذا بالمقارنة بين القيمة الحالية لأقساط الاهتلاك بطريقة الاهتلاك المتناقص* والقيمة الحالية لأقساط الاهتلاك بطريقة الاهتلاك الثابت.

ويمكن توضيح القيمة الحالية للأقساط باستعمال طريقة الاهتلاك الخطي حسب العلاقة الآتية**:

$$\sum_{t=1}^n \frac{DAMT_{Lt}}{(1+k)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{1 \times I_0}{n(1+k)^t} \dots\dots\dots(03)$$

وباستعمال طريقة الاهتلاك المتناقص SYD فتكون القيمة الحالية لأقساط الاهتلاك موضحة بالعلاقة التالية:

$$\sum_{t=1}^n \frac{DAMT_{SYDt}}{(1+k)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{(n+1-t)I_0}{\frac{n(n+1)}{2}(1+k)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{2(n+1-t)I_0}{n(n+1)(1+k)^t} \dots\dots(04)$$

انطلاقا من العلاقتين رقم 03 و 04، يمكن القول أن طريقة الاهتلاك المتناقص SYD تعظم القيمة الحالية لأقساط الاهتلاك مقارنة مع طريقة الاهتلاك الخطي إذا تحققت المعادلة الموضحة من خلال العلاقة رقم (05):

$$\sum_{t=1}^n \frac{2(n+1-t)I_0}{n(n+1)(1+k)^t} \geq \sum_{t=1}^n \frac{1 \times I_0}{n(1+k)^t}$$

أي:

$$\sum_{t=1}^n \frac{2(n+1-t)}{n(n+1)(1+k)^t} \geq \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+k)^t} \dots\dots\dots(05)$$

وبعد بعض العمليات الرياضية نجد أن العلاقة (05) محققة مهما تكن مدة حياة الاستثمار، حيث نجد أن القيمة الحالية باستعمال طريقة الاهتلاك المتناقص SYD، تكون أكبر من القيمة الحالية باستعمال طريقة

¹ رضوان. وليد. العمار، أساسيات في الإدارة المالية، مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسة التمويل، دار الميسرة للطباعة والنشر و التوزيع، 1997، ص 149.

* سيتم استعمال طريقة الاهتلاك SYD عوض طرق الاهتلاك المتناقص الأخرى.

** حيث **k**: معدل تكلفة رأس المال، **n**: مدة حياة الاستثمار، **I₀**: قيمة الاستثمار.

الاهتلاك الثابت، وهذا راجع لكون طريقة الاهتلاك SYD تتميز بتخصيص أقساط الاهتلاك بقيمة كبيرة في السنوات الأولى للاستثمار وتخفض مع مرور الزمن و مع العلم أن قيمة تكلفة رأس المال تكون أكبر من الصفر هذا ما يؤدي إلى تعظيم القيمة الحالية مقارنة بطريقة الاهتلاك الثابت.

بعد التطرق في هذا المطلب إلى مفهوم مخصصات الاهتلاك التي تعتبر من المحددات المهمة في احتساب قيمة التمويل الذاتي والتدفق النقدي، وهذا راجع إلى المزايا الجبائية التي تتميز بها ، سنتطرق في النقطة الموالية إلى المحدد الثاني للتمويل الذاتي ألا وهو مخصصات المؤونات ذات الطابع الاحتياطي.

المطلب الثاني : مخصصات المؤونات

تتعرض المؤسسة أثناء نشاطها إلى عدة مخاطر يجب أن تنتبأ بها قبل حدوثها، وأن تخصص لها القيم المالية اللازمة لمجابهتها، لذلك تلجأ المؤسسات إلى تكوين مؤونات لمقابلة خسارة معينة غير محددة المقدار ولكن حدوثها مرجح¹، ونعلم أنه من المبادئ الأساسية في المحاسبة مبدأ الحيطة والحذر، وهذا بغية ديمومة نشاط المؤسسة، لذلك فإن تكوين المؤونة يسمح للمؤسسة من إظهار مركزها المالي الحقيقي هذا من جهة ويسمح لها كذلك بمجابهة الخسائر عند حدوثها من جهة أخرى، لذا سنتناول في هذا المطلب مفهوم وتأثير المؤونات على التمويل الذاتي.

1/ مفهوم المؤونات

تمثل المؤونات أحد المحددات الأساسية للتمويل الذاتي باعتبارها مصاريف وهمية تبقى تحت تصرف المؤسسة كتمويل ذاتي حتى تاريخ تحقيقها أو إلغائها، لذلك سيتم توضيح مفهومها من خلال النقاط الآتية:

1-1/ تعريف المؤونات

تعتبر المؤونات الأموال المكونة بقصد مواجهة تحقق حادث محتمل يرتبط بنشاط المؤسسة فهي تركز على فكرة الاهتلاك فيما يخص قيمتها ووقت حدوثها²، وحسب النظام المحاسبي الجديد، تمثل مؤونات المخاطر والأعباء خصوم يكون استحقاقها أو مبلغها غير مؤكد.

وتدرج في الحسابات في الحالات الآتية³:

- عندما يكون للمؤسسة التزام راهن (قانوني أو ضمني) ناتج عن حادث مضى؛
- عندما يكون من المحتمل أن يكون خروج موارد مستقبلاً؛
- عندما يمكن القيام بتقدير هذا الالتزام تقديراً موثقاً منه.

¹ Hubert. de la Bruslerie, *Opcit*, 2010, p 81.

² Jean-Baptiste. Tournier, Jean Claude. Tournier, *Opcit*, 2007, p 97.

³ قرار مؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها، وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، مرجع سبق ذكره، 25 مارس 2009، ص 14.

ويكون المبلغ المدرج في الحسابات على سبيل مؤونات الأعباء في نهاية السنة المالية هو أفضل تقدير للنفقات الواجب تحملها حتى وقت حدوثها، وتكون المؤونات محلاً لتقدير جديد عند نهاية كل سنة مالية، ولا تستعمل أي مؤونة للأعباء إلا في النفقات التي من أجلها تم إدراجها أصلاً في الحسابات حتى يتم حدوثها أو إلغائها.

من كل سبق، فإن المؤونات تعتبر تكاليف محتملة، يجب تسجيلها في آخر السنة لكي تظهر النتيجة المحددة من طرف المؤسسة صحيحة¹، ويمكن الإشارة أن هناك مؤونات مخصصة لتدهور قيمة المخزونات أو الحقوق وهذا بغية تسجيل التدهور المسجل في قيمتها.

1-2/ أهمية المؤونات

يمكن إظهار أهمية المؤونات من خلال النقاط المبينة أدناه:

- إظهار المركز المالي الحقيقي للمشروع؛
- تقوية المشروع؛
- مجابهة المخاطرة التي تحقق بالمشروع.

1-3/ دور المؤونات

يمكن تلخيص دور المؤونات في دورها المالي والاقتصادي وهذا كما يلي:

1-3-1/ الدور الاقتصادي للمؤونات

تسمح مؤونة تدهور القيمة بإرجاع عناصر الأصول المتدهورة إلى قيمتها الحقيقية، أما مؤونة الخسائر والأعباء فإنها تترجم نقل التكاليف من دورة إلى أخرى، حيث يتم خصمها من نتيجة الفترة التي كونت فيها وعادة ما تكون المؤسسة مرتاحة مالياً فيها هذا من جهة، ومن جهة أخرى تفادي أن يكون لها تأثير سلبي في سنة الوقوع خاصة إذا كانت المؤسسة في ضائقة مالية².

1-3-2/ الدور المالي للمؤونات

تسمح أعباء المؤونات بتكوين أموال قصد مواجهة التكلفة أو مواجهة النقصان في قيمة الأصل المعني، كما لها دور جبائي مهم في المؤسسة حيث تسمح للمؤسسة من تحقيق وفورات ضريبية في سنة التخصيص باعتبارها مصاريف وهمية لم تتحقق بعد.

¹ Med Zine. Khaferabi, *Technique Comptables*, édition Berti, 5^{ème} édition, 2002, p97.

² محمد. فتحي. نواصر و نور الدين. طيبي، *مبادئ المحاسبة*، ديوان المطبوعات الجامعية، 1994، ص ص 145-146.

1-4/ ضرورة و شروط تكوين المؤونات

حسب مبدأ الحيطة والحذر فإنه يجب تكوين المؤونات حتى تعبر الوثائق المحاسبية عن الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة وهذا حتى في غياب الأرباح.

وقد نصت المادة 718 من القانون التجاري حتى وفي غياب أو عدم كفاية الأرباح يجب القيام بالاهتلاك والمؤونات اللازمة حتى تكون الميزانية مطابقة للواقع¹، وشروط تكوين المؤونات يمكن تلخيصها في النقاط التالية²:

- يجب أن يكون التدهور محققا من حيث طبيعته؛
- عندما يكون التدهور محققا يجب تكوين مؤونات حتى لو تعذر الأمر لمعرفة المبلغ بدقة؛
- يحدد المبلغ بعد دراسته بطرق إحصائية أو عشوائية في حالة تعذر ذلك؛
- تكون المؤونة في نهاية الدورة وتأخذ في الحسبان التدهورات المحتملة بهذا التاريخ أما ما يحدث بعد ذلك فيهمل.

من كل ما سبق، فإن المؤونات هو تخصيص مالي لمجابهة حادث مستقبلي محتمل الوقوع، لتفادي تحمل سنة الوقوع كل الآثار المترتبة على حدوثه، أو مجابهة تدهور في قيمة الأصول ما عدى الاستثمارات.

2 (تأثير المؤونات على التمويل الذاتي

تعتبر مؤونة الخسائر والأعباء حجز مبلغ من المال (الربح) لمجابهة تكلفة قد تتحملها المؤسسة مستقبلا أي هي عبارة عن الاحتفاظ بجزء من إيرادات المؤسسة لتكوين مورد مالي³ متاح، حتى تتحقق فعليا الخسارة التي خصصت من أجلها المؤونة.

يمكن أن نواجه ثلاثة حالات من تخصيص المؤونة، وهذا إما بتعديل قيمة المؤونة بزيادة أو نقصان أو إلغائها وهذا كما يلي:

- يكون الإلغاء لما يصبح المبلغ المخصص بدون موضوع، أي لا يوجد سبب لتكوين المؤونة أو سبب تكوينها زال، لذلك يجب إدماج مبلغ المؤونة في ربح المؤسسة⁴؛
- يمكن أن يرتفع مبلغ المؤونة عندما يكون تقييم التكلفة المستقبلية حسب المعلومات الجديدة أكبر من التقييم القديم؛
- يتم تخفيض مبلغ المؤونة في حالة المبالغة في قيمة التكلفة المحتملة.⁵

¹ المادة 718، القانون التجاري الجزائري، مرجع سبق ذكره، 2007، ص 218.

² محمد. بوتين، مرجع سبق ذكره، 1998، ص ص 214-215.

³ P. Malso et A. Phillips et C. Roulet, *Comptabilité Générale*, édition Dunod, 7^{ème} édition, 2000, p 225.

⁴ Pierre. Lassègue, *Gestion de l'entreprise et comptabilité*, édition Dalloz, 11^{ème} édition, 1996, p 339.

⁵ Ahmed. Sadou, *Opcit*, 2002, p 261.

وباعتبار أن مؤونة الخسائر والأعباء لها ميزة جبائية فهي تقتطع من الربح الخاضع للضريبة وليس من صافي الربح، عكس الاحتياطات التي تقتطع من الربح الصافي، هذا ما يؤدي إلى زيادة قيمة التمويل الذاتي عند رفع قيمة المؤونات بقيمة الاقتصاد الضريبي كما تم توضيحه فيما يخص الإهلاكات، لكن هذه العلاقة تبقى صحيحة لما يكون للمؤسسة نتيجة موجبة (ربح) أما إذا كانت خسارة فلا فائدة ترجى من رفع قيمة المؤونة لأن ذلك يعزز من قيمة الخسارة فحسب.

بعد دراسة المحدد الثاني للتمويل الذاتي ألا وهو مخصصات المؤونات ذات الطابع الاحتياطي باعتبارها المبلغ المحتجز من الربح الموجه لمقابلة الخسائر أو الأعباء الممكن أن تتحملهم المؤسسة مستقبلاً، ولاحظنا الفائدة الجبائية من تخصيص هاته المؤونة وتأثير ذلك على قيمة التمويل الذاتي سنتطرق في المطلب الموالي للمحدد الثالث لتمويل الذاتي ألا وهي النتيجة الصافية الناجمة عن نشاط المؤسسة.

المطلب الثالث : النتيجة الصافية

يعتبر الربح غير الموزع على المساهمين من المحددات الأساسية لتكوين مورد مالي داخلي للمؤسسة¹، ولتحديد هذا الأخير يجب تحديد مختلف إيرادات وتكاليف المؤسسة، للحصول على الربح الإجمالي الذي يخضع فيما بعد للضريبة، النتيجة المتحصل عليها تمثل الربح الصافي الذي يوزع جزء منه على المساهمين والباقي يسمح من تعزيز قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة، لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف النتيجة الصافية ثم سياسة توزيع النتيجة و في الأخير سنتطرق إلى أثر النتيجة الصافية على التمويل الذاتي.

1/ تعريف النتيجة الصافية

تعرف النتيجة على أنها فاكهة نشاط المؤسسة حيث تعتبر مقدار التغير في الذمة المالية للمؤسسة، لذلك يمكن الحصول عليها عن طريق حساب الفرق بين الأموال الخاصة في بداية الدورة وفي آخرها، ويجب أن يتم التأكد من أن الأموال الخاصة لم تتغير أثناء الدورة لأسباب أو لأخرى أي إضافة أموال جديدة أو سحب أموال أثناء النشاط.²

ويتم حساب النتيجة انطلاقاً من العمليات الاستثنائية للمؤسسة، حيث يتم حساب النتيجة العادية انطلاقاً من نتيجة الاستغلال إضافة إلى النواتج المالية وحذف المصاريف المالية، أما النتيجة خارج الاستغلال تسمح بحساب النتيجة الناجمة عن العمليات الاستثنائية للمؤسسة والهدف من حسابها هو إظهار الجزء من النتيجة الناجمة عن العمليات العادية والجزء الناجم عن العمليات الاستثنائية.³

¹ Béatrice et Francis. Grandguillot, *Opcit*, 2002, p 32.

² Med Zine. Khaferabi, *Opcit*, 2002, p 33.

³ Caroline. Selmer, *Toute la fonction finance*, édition Dunod, Paris, 2006, pp 106-107.

من كل ما سبق يظهر جلياً أن النتيجة الإجمالية يمكن أن تكون موجبة هذا لما تكون الإيرادات أكبر من التكاليف أو العكس سالبة لما تكون التكاليف أكثر من الإيرادات، ومن المستحسن أن تكون قيمة هذه النتيجة موجبة بالنسبة للمؤسسة لكي يتسنى لها مواصلة نشاطها هذا من جهة وتعزيز موارد الدولة من جهة أخرى وهذا من خلال اقتطاع الضريبة، لذلك فإن أغلب الكتاب يعرفون النتيجة من خلال الربح، أما الخسارة شيء غير مرغوب فيه لكنه وارد، فالربح هو الزيادة في القيمة التي تنشأ أو تنتج من أي مصدر أو عملية تتم مع الغير بخلاف معاملات الشركة مع نفسها، ويعرفه البعض بأنه الزيادة في قيمة حقوق المساهمين في نهاية الفترة عن قيمة حقوقهم في بدايتها،¹ ويمكن تحديد قيمة الربح أو الخسارة من خلال العلاقة التالية²:

$$\text{الإيرادات - المصروفات} = \text{الربح أو الخسارة}$$

ويعرف القانون التجاري الجزائري الجزائي الربح من خلال المادة 720 على أنه: "تشكل الأرباح الصافية من الناتج الصافي في السنة المالية بعد طرح المصاريف العامة وتكاليف الشركة الأخرى و بإدماج جميع الاهتلاكات والمؤونات".³

من كل ما سبق يمكن تعريف النتيجة على أنها الرصيد الناجم عن نشاط المؤسسة بحذف التكاليف من النواتج المحققة، فالمؤسسة الناجعة هي تلك التي تهدف إلى تحقيق نتيجة صافية موجبة وهذا بغية مواصلة نشاطها والرفع من قدرة تمويلها الذاتي، وتجنب تدمير المساهمين من عدم توزيع الأرباح إن غابت هذه الأخيرة.

منه فإن الحديث عن إمكانية تدمير المساهمين من عدم تحقيق أرباح توزع عليهم أمر وارد، لذا سنحاول من خلال النقطة الموالية توضيح مفهوم سياسة توزيع الأرباح.

2/ سياسة توزيع الأرباح

تعتمد المؤسسات على تطوير قدرة تمويلها الذاتي عن طريق حجز جزء من الأرباح على شكل اهتلاك وهذا بغية المحافظة على قدرتها الاستثمارية من خلال تجديد استثمارها ولتعزيز قدرتها الإنتاجية وتلجأ كذلك إلى حجز جزء آخر من النتيجة على شكل أرباح غير موزعة على المساهمين للرفع من قدرتها التمويلية، فإذا لم تكن هذه الأموال، تلجأ إلى المصادر الخارجية سواء عن طريق إصدار سندات أو أسهم، منه فإن الأرباح المحققة من طرف المؤسسة لا تخصص لأغراض عمليات التوزيع على ذوي الحقوق فحسب، بل تستعمل لتعزيز القدرة التمويلية الذاتية للمؤسسة، وبذلك تجد المؤسسة نفسها بين خيارين، إما توزيع الأرباح أنيا أو إعادة استثمارها مما يؤدي إلى رفع الأرباح والتوزيعات مستقبلا.

¹ منصور. أحمد. البديري، المحاسبة الضريبية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص 173.

² هاشم. أحمد. عطية ومحمد. محمود. عبد ربه محمد، دراسات في المحاسبة المالية، جامعة عين شمس، الدار الجامعية للطبع والنشر، 2000، ص19.

³ المادة 720، القانون التجاري الجزائري، مرجع سبق ذكره، 2007، ص 218.

فمن الجانب النظري على المؤسسة أن تختار بين الاحتفاظ على عوائد المساهمين ليتم إعادة استثمارها في أصول عائدها أكبر من تكلفة الأموال، أو توزيع هذه الأموال على المساهمين إذا كان معدل العائد الناجم عن الاستثمار أقل من تكلفة هذه الأموال.¹

لذلك ينبغي على المؤسسة أن تنتهج سياسة واضحة لتوزيع الأرباح، وعدم انتظار قرار مجلس الإدارة في كيفية التصرف في الأرباح المحققة خلال آخر كل سنة، و أن تكون هناك قاعدة ثابتة لتوزيع الأرباح، بغية تحقيق نسبة من الشفافية بين المسيرين والمساهمين وبذلك تجنب تدمرهم لقاء عدم حصولهم على عوائدهم.

فاعتماد المؤسسة على سياسة توزيع محكمة يسمح لها من إعطاء أكثر شفافية ومصداقية لمعلوماتها في السوق المالية لأن سياستها واضحة وغير مضطربة، مما يخلق جو من الشفافية بين المساهمين ومسيري المؤسسة، وهذا بالاعتماد على سياسة اتصال واضحة و شفافة مع المساهمين، تقضي بإعلامهم أن عدم توزيع الأرباح سيعزز من قدرة الإنتاجية والاستثمارية للمؤسسة، ومن الخطأ افتراض أن مسيري المؤسسة يعملون لصالح مساهمي المؤسسة، حيث أثبت عدة دراسات عدم تماثل أهداف مسيري المؤسسة والمساهمين²، حيث يهدف مسير المؤسسة إلى رفع ربحه الخاص « Optimizing its own interests » على حساب مصالح المساهمين³، ولم تعد الإدارة تمثل مصلحة لأصحاب رأس المال فحسب، حيث أصبح هناك انقسام بين مهنة التسيير والتمويل، فليس بالضرورة أن يكون مسير المؤسسة هو المالك، هذا من جهة، ومن جهة أخرى فالإدارة لها وظيفة اجتماعية تراعي من خلال مصالح كل الفئات العاملة في المؤسسة من مالك المؤسسة إلى العامل البسيط، فمن غير المعقول حماية مصلحة المساهمين على حساب تطور القدرة الإنتاجية للمؤسسة، لذلك فمن الضروري أن تثبت الإدارة العامة قبل أن تقدم على توزيع الأرباح، أن ذلك لن يضعف من مركزها المالي.

كما أنه من الضروري قبل اللجوء إلى حجز الأرباح وعدم توزيعها على المساهمين التأكد من هاته الأموال التي ستوجه إلى زيادة أصول المؤسسة، إضافة إلى ذلك ينبغي التأكد من أن الإدارة لا تقوم بتوزيع أرباح صورية وهذا بإيهام الغير على أنها حققت أرباح وفي الحقيقة فإنها توزع هاته الأرباح على حساب رأسمال الشركة ، هذا ما دفع المشرع الجزائري إلى اعتبار توزيع الأرباح الصورية جريمة يعاقب عليها حسب المادتين 810 و 811 من القانون التجاري الجزائري⁴، بل وشدد على ذلك أنه بمجرد

¹ عبد الغفار. حنفي، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003، ص 423.

² Richard. A. Brealey, Stewart. C.Mayers, Allen. J. Marcus, Fundamentals of Corporate Finance, Mc Graw-hill, Fifth edition, 2007, p 3.

³ Irvin. Friend and Joel. Hasbrouk, Determinants of capital structure, White Center for financial research, The Norton School, University of Philadelphia, USA, 1987, p 2.

⁴ المادة 810 و 811، القانون التجاري الجزائري، مرجع سبق ذكره، 2007، ص 240.

إعلام الشركاء والمساهمين أن مبالغ معينة موضوعة تحت تصرفهم هي توزيع لأرباح صورية، لأنه في الحقيقة هذه الأرباح عبارة عن توزيع لرأس المال الذي يضعف المركز المالي للشركة.

من كل ما سبق تظهر جلياً أهمية انتهاج سياسة توزيع واضحة وشفافة لتفادي تضرر المساهمين هذا من جهة، ورفع القدرة التمويلية الذاتية للمؤسسة من جهة أخرى، لذا سيتم التطرق في النقطة الموالية إلى تأثير النتيجة على التمويل الذاتي.

3/ تأثير النتيجة على التمويل الذاتي

تعتبر النتيجة من المصادر الهامة للتمويل للمؤسسات، هذا ما دفع المشرع الجزائري إلى الحد من استقلالية المسيرين في التعامل مع هذا الربح، وهذا بإلزامهم المحافظة على نسبة 5 % من الأرباح وإبقائها في المؤسسة على شكل احتياطي قانوني، وكذلك سمح للمؤسسات من تخصيص فائض قيمة التنازل على الاستثمارات لتجديد الطاقة الإنتاجية للمؤسسة.

ويمكن لبعض مسيري المؤسسات من أن يدرج في القانون الأساسي للشركة تخصيص نسبة معينة من الأرباح كاحتياطي إضافي، يعرف بالاحتياطي الاختياري. وما يدعو المؤسسة إلى الاحتفاظ بجزء من أرباحها على شكل احتياطيات وعدم توزيعها كلياً على ذوي الحقوق هو الحاجة إلى النمو والرغبة في تجنب اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجي الذي يعتبر مكلف لها و يفقدها استقلاليتها المالية، فالرفع من قيمة التمويل الذاتي هو السبيل الأنجع للمحافظة على الاستقلالية المالية للمؤسسة¹.

إذن توزيع الأرباح يؤثر في تحديد الفائض المحتجز في شكل احتياطيات، وتعتبر الأرباح المؤجلة التوزيع من أهم مصادر التمويل الذاتي، لأن سياسة توزيع الأرباح تعبر عن القرار الخاص بالتصرف في صافي الربح بعد الضرائب لتحديد الفائض الموزع والفائض المحتجز²، حيث تعتمد أغلب المؤسسات على أرباحها لتعزيز أصولها المختلفة عوض اللجوء إلى المصادر التمويلية الخارجية المكلفة كثيراً لميزانية المؤسسة، فهناك تناسب طردي بين نتيجة المؤسسة و قيمة الأموال الخاصة، هذا ما يجعلها لا تتحمل بشكل كبير الأعباء المالية الناجمة عن الاستدانة وأكثر من ذلك يمكنها أن تحقق عوائد مالية إذا كانت الأموال الخاصة أكبر من احتياجات تمويل الاستغلال³، فاعتماد المؤسسة على قدرتها الربحية لتعزيز مواردها المالية الذاتية مرتبط ارتباطاً وثيقاً بسياسة توزيع الأرباح على المساهمين، إذ ينبغي أن تجد المؤسسة التوليفة اللازمة لكي تعزز قدرة تمويلها الذاتي هذا من جهة، وتضمن عدم تضرر المساهمين من جراء عدم توزيع العوائد من جهة أخرى. فالاعتماد على مصادر تمويلية خارجية أخرى يؤثر سلباً على سلطة القرار في المؤسسة، إذ أن اللجوء إلى الاقتراض يحمل المؤسسة أعباء ثابتة قد لا تستطيع الوفاء

¹ Hubert. de la Bruslerie, *Opcit*, 2010, p 179.

² م. عثمان اسماعيل، *التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال*، جامعة القاهرة والكتاب الجامعي، 1995، ص 512.

³ Jean-Baptiste. Tournier, Jean Claude. Tournier, *Opcit*, 2007, p 132.

بها عند موعد الاستحقاق، وهذا ما قد يوقعها في مشاكل الإفلاس، كذلك اللجوء إلى فتح رأس المال يفتح الباب على مساهمين جدد، الدين يؤثر على القرارات الإستراتيجية للمؤسسة، فاعتماد المؤسسة في تمويلها على الأرباح المحققة يوفر لها الكثير من المال والوقت الذي يبذل في سبيل الحصول على الأموال الخارجية، وهذا ما يدعو المؤسسة إلى الحد من تمويل احتياجاتها الدائمة عن طريق القروض طويلة الأجل أو الاعتماد على فتح رأس المال، إذ يعتبر التمويل الذاتي المحرك الداخلي لتطور المؤسسة حيث يسمح لها¹:

- الاستثمار والتطور من خلال إستراتيجيتها المحددة؛
- يضمن تسديد القروض، وبذلك هو عامل فعال لتحديد قدرة التسديد للمؤسسة.

من كل ما سبق، يظهر جلياً أن المحددات الأساسية للتمويل الذاتي هي مخصصات الاهتلاكات ومخصصات المؤونات ذات طابع الاحتياطي، والنتيجة المحققة من طرف المؤسسة، فالاهتلاكات تعتبر من المخصصات الأساسية لتحديد قيمة التمويل الذاتي، حيث يسمح للمؤسسة من استرجاع قيمة النقص الذي يطرأ على الأصول الثابتة، هذا الأخير يتأثر بعامل الزمن والتكنولوجيا، لذا يستوجب تجديدها لتمكين المؤسسة من مواصلة نشاطها، وهناك عدة طرق لحساب الاهتلاكات، لكن أغلب الباحثين يفضلون طريقة الاهتلاك المتناقص، باعتبارها الطريقة التي تأخذ بعين الاعتبار ظاهرة التقادم، وتسمح للمؤسسة من استرجاع أموالها في أقرب الآجال هذا ما يعزز قدرة تمويلها الذاتي.

أما المحدد الثاني فهي مخصصات المؤونات ذات طابع الاحتياطي التي يتم تخصيصها انطلاقاً من الربح الخاضع للضريبة، عكس الاحتياطات التي يتم تخصيصها انطلاقاً من الربح الصافي، هذا ما يجعلها ذات فائدة جبائية هامة، حيث تسمح من تحقيق وفورات ضريبية تسمح من رفع قيمة التمويل الذاتي ما دام لم يحن موعد استحقاقها أو إلغائها، والمحدد الثالث هي النتيجة المحققة من طرف المؤسسة وتمثل فائض نشاط المؤسسة بعد تسديد كل التكاليف، ويرتبط تأثير النتيجة على سياسة التمويل ارتباطاً وثيقاً مع مفهوم توزيع الأرباح لذا على المؤسسة انتهاز سياسة رشيدة للتوزيع تضمن عدم تدمير المساهمين من جهة، ورفع قدرة التمويل الذاتي من جهة أخرى.

¹ Hubert. de la Bruslerie, *Opcit*, 2010, p 179.

خاتمة الفصل:

يمثل اختيار المصدر التمويلي في المؤسسة من القرارات الإستراتيجية التي يتخذها المسيرين، حيث يمكن الاعتماد على مواردها الذاتية لتمويل المشاريع، لكن لا يمكن أن يلبي هذا المورد كل طموحات الاستثمارية للمؤسسة، لذا تلجأ المؤسسة إلى الاعتماد على الموارد الخارجية عن طريق الديون المالية أو الأموال الخاصة، وتتم المفاضلة بينهما عن طريق أكثر من معيار نذكر منها: تكلفة كل مصدر، الخطر المالي المترتب عن كل مصدر، المشاكل التسييرية المترتبة عنها، المنافع الجبائية و المدة المستغرقة للحصول على التمويل، فمثلا تعتبر الديون المصدر التمويلي الأقل تكلفة وتسمح للمؤسسة من تحقيق وفورات ضريبية، لكن في المقابل الاعتماد المفرط عليها يعرض المؤسسة إلى مشاكل الإفلاس، وفي المقابل التمويل عن طريق فتح رأس المال له درجة ضعيفة من الخطر المالي فعدم تسديد العوائد على المساهمين لا يعرض المؤسسة إلى مخاطر الإفلاس باعتبارهم يتحملون مخاطرة المشروع، لكن الاعتماد على هذا المورد يقيد من حرية المسيرين في اتخاذ القرارات الإستراتيجية فهم ملزمين بأخذ رأي المساهمين في مثل هاته القرارات مما قد يضيع على المؤسسة فرص استثمارية مربحة، لذلك ينبغي على المسير إيجاد التوليفة المثلى التي تلبي طموحاته.

مما سبق يظهر جليا صعوبة الحصول على الموارد المالية الخارجية لذلك فإن المؤسسة الناجعة هي تلك التي تهدف إلى الرفع من مواردها المالية الذاتية، لكي يتسنى لها تمويل مشاريعها الاستثمارية والاعتماد على الموارد الخارجية كمكمل لعملية التمويل فحسب، وتظهر أهمية التمويل الذاتي خاصة في الاقتصاديات التي تتميز بضعف السوق المالي مثل واقع الاقتصاد الجزائري، حيث يضمن للمؤسسة درجة من الاستقلالية مقارنة بالموارد الخارجية الأخرى، ويظهر ذلك من خلال دوره اقتصادي و المالي، حيث من جهة يسمح للمؤسسة من رفع قدرتها الإنتاجية عن طريق صيانة و تجديد استثماراتها، ومن جهة أخرى يعطي للمؤسسة ضمان قوي على قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية، وطلب قروض جديدة.

من المحددات الرئيسية للتمويل الذاتي نذكر النتيجة الصافية و مخصصات الإهلاكات و المؤونات ذات الطابع الاحتياطي، حيث تسمح سياسة الإهلاكات المطبقة في المؤسسة من استرجاع قيمة النقص الذي يطرأ على الأصول الثابتة و التي تتأثر بعامل الزمن و التكنولوجيا مما يستوجب تجديدها، وهناك عدة طرق لحساب الإهلاكات لكن أغلب الباحثين يفضلون طريقة الإهلاك المتناقص، الذي يسمح للمؤسسة من تحقيق اقتصاد ضريبي يسمح من تعزيز قدرة التمويل الذاتي مثله مثل مخصصات المؤونات ذات الطابع الاحتياطي، أما فيما يتعلق بالنتيجة الصافية فينبغي على المسيرين تبني سياسة رشيدة في توزيع الأرباح تسمح من جهة من دعم الموارد المالية الذاتية للمؤسسة ومن جهة أخرى تجنب تدمير المساهمين من جراء عدم توزيع الأرباح.